

โครงการวิจัยเรื่อง  
การพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

ที่ปรึกษาโครงการ

นายชนะชัย ประยูรสิน

คณะผู้วิจัย

นายเวทangk พ่วงทรัพย์

นายจักรพงษ์ อุชุปาละนันท์

นายสุธี เหลืองอร่ามกุล

นางสาวกฤติกา โพธิ์ไทรย์

นายชนกฤต จัตรภรณ์

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

โครงการวิจัยเรื่อง  
การพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุน  
ระหว่างประเทศของรัฐ

ที่ปรึกษาโครงการ

นายชนะชัย ประยูรสิน

คณะนักวิจัย

นายเวทวงศ์ พ่วงทรัพย์

นายจักรพงษ์ อุชุपालะนันท์

นายสุธี เหลืองอร่ามกุล

นางสาวกฤติกา โพธิ์ไทรย์

นายชนกฤต นัตราภรณ์

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

## บทสรุปผู้บริหาร

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์สำคัญเพื่อหาแนวทางการเพิ่มมูลค่าทรัพย์สินของรัฐโดยการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐในรูปแบบที่เหมาะสม และทำการเสนอแนะเชิงนโยบายสำหรับพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ (ไม่ใช่เงินจากเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ) โดยทำการระบุแหล่งที่มาของเงินสำหรับจัดตั้งกองทุนอย่างชัดเจน แนวทางการลงทุนในต่างประเทศ พร้อมตัวอย่างตราสารสำหรับการลงทุน พร้อมข้อกำหนดเรื่องความเสี่ยง ทำการประเมินมูลค่าเพิ่มสำหรับรัฐจากการพัฒนากองทุน รวมทั้งทำการวิเคราะห์ข้อดีข้อเสียและข้อจำกัดต่าง ๆ ของกองทุน รวมทั้งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม

จากการศึกษาพบว่า กองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐของไทย คือ กองทุนประกันสังคม และกองทุนบำเหน็จบำนาญราชการทำการการลงทุนในตราสารหนี้ในต่างประเทศได้สร้างประโยชน์ทั้งในรูปผลตอบแทนในรูปเงินบาทที่สูงขึ้น รวมทั้งช่วยด้านการกระจายความเสี่ยงให้กับกองทุนทั้งสอง โดยหากมีการลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศ จะมีการปิดความเสี่ยงค่าเงินทั้งจำนวนเงินลงทุนหรือในสัดส่วนที่สูง

นอกจากนี้ พบว่าแหล่งทรัพย์สินของรัฐที่สามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการ คือ เงินฝากในสถาบันการเงินของรัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น และทุนหมุนเวียน โดยที่ทุนหมุนเวียน<sup>1</sup> มีมากกว่า 100 ทุนหมุนเวียน และส่วนท้องถิ่นที่เป็นนิติบุคคล มีมากกว่า 7,800 แห่ง ส่วนใหญ่บุคลากรไม่มีความชำนาญในการบริหารเงิน การปรับเปลี่ยนการบริหารเงิน โดยแบ่งเงินบางส่วนนำไปบริหารให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น อาทิ ส่วนที่เป็นเงินในรูปเงินฝากธนาคารที่มีผลตอบแทนไม่สูง จะเป็นการเพิ่มรายได้ให้ภาครัฐอีกมาก

รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น และทุนหมุนเวียนดังกล่าว มีเงินฝากสถาบันการเงิน (ไม่รวมเงินฝากกระแสรายวัน) มากกว่า 1 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2555 ซึ่งหากสามารถเพิ่มผลตอบแทนได้ร้อยละ 1 หมายถึง การเพิ่มรายได้ให้รัฐปีละ 1 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นแล้ว ยังเป็นโอกาสสร้างประโยชน์ต่อภาพรวมของเศรษฐกิจไทยด้วย

การเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารเงิน ให้สามารถลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยความเสี่ยงอยู่ในระดับ Investment Grade สามารถเพิ่มผลตอบแทนให้สูงขึ้นได้ร้อยละ 1.3 – 2.6

---

<sup>1</sup> มี 110 ทุนหมุนเวียนที่อยู่ในการกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง อาทิ เงินทุนหมุนเวียนเพื่อพัฒนาสถาบันอุดมศึกษา เอกชน กองทุนการปฏิรูปที่ดินเพื่อเกษตรกรรม กองทุนพัฒนาฝีมือแรงงาน และเงินทุนหมุนเวียนการผลิตเหรียญกษาปณ์ และการทำของ

ซึ่งขึ้นอยู่กับระยะเวลาการลงทุน ตามตารางเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการบริหารเงินและการฝากธนาคารพาณิชย์ในไทย

จากการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจขนาดกลาง โดยประยุกต์และปรับปรุงแบบจำลองเศรษฐกิจการคลัง พ.ศ. 2549 และแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน เวทาค์และคณะ (2552)<sup>2</sup> ระบบแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุนถูกพัฒนาขึ้นประเมินผลกระทบของการไหลออกของเงินลงทุน พบว่าการเพิ่มขึ้นของเงินลงทุนในต่างประเทศ 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในรูปตราสารทุนและตราสารหนี้กระทบต่อค่าเงิน และส่งผลให้เศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มร้อยละ 0.1 และ 0.2 ตามลำดับ<sup>3</sup>

จากการวิเคราะห์โอกาส ความเสี่ยง จุดแข็งและข้อจำกัดของการพัฒนากองทุนของรัฐเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ ได้ประเมินโอกาสและความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนว่าการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนนอกจากเกิดประโยชน์กับกองทุนเองแล้ว ยังเป็นโอกาสสร้างประโยชน์กับเศรษฐกิจของประเทศในภาพรวม ช่วยลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินและหนี้สินต่างประเทศลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท และลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินของไทย อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อจำกัดในการลงทุนในต่างประเทศ จากการไม่มีนโยบายภาพรวมการลงทุนในต่างประเทศสำหรับภาครัฐ ข้อจำกัดด้านกฎระเบียบ การขาดความรู้และประสบการณ์สำหรับบางกองทุนภาครัฐ สาธารณชนมีทัศนคติไม่ดีกับการลงทุนในต่างประเทศ และข้อจำกัดในการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน

สำหรับความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนขนาดใหญ่ นั้น ได้วิเคราะห์สภาพคล่องของทรัพย์สินต่างประเทศของไทย ซึ่งสามารถประเมินจากปริมาณเงินทุนสำรอง และประมาณการความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศ จากการวิเคราะห์พบว่า เงินทุนสำรองของไทยสูงมากเป็นอันดับ 13 ของโลก หากคิดสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อ GDP เงินทุนสำรองของไทยสูงมากเป็นอันดับ 7 ของโลก โดยสูงกว่าจีน ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ สหรัฐ อังกฤษ ฝรั่งเศส และอิตาลี

<sup>2</sup> เวทาค์ พวงทรัพย์ พงศ์นคร โกชากรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล นงนุช ดันดีสันติวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และเวทาค์และคณะ (2552) “โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง สำหรับรายละเอียดของแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนอยู่ใน ส่วน 4.2 สำหรับผลกระทบ เป็นการวิเคราะห์เฉพาะผลกระทบจากการไหลออกของเงินทุน ไม่ได้รวมผลกระทบจากการส่งเงินและกำไรกลับเข้าประเทศ และวิเคราะห์เฉพาะการลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้

<sup>3</sup> Equity Investment และ Debt Investment หรือ Loans ให้ผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจแตกต่างกัน ถึงแม้ว่าเงินทุนไหลออกจากตลาด SET หรือ ตลาดตราสารหนี้จะลดปริมาณเงินในระบบเช่นกัน แต่เงินที่ไหลออกจาก SET จะกระทบราคา SET Index ลดความมั่นคงของประเทศ ในขณะที่เงินไหลออกจากตราสารหนี้จะกระทบอัตราดอกเบี้ย และเพื่อความสะดวกในการเปรียบเทียบจึงแปลงผลที่ได้จากแบบจำลองเป็นหน่วยพันล้านเหรียญสหรัฐของเงินทุน และ % Change ของเศรษฐกิจ สำหรับตัวเลขที่ใช้ทำ Simulation ในการศึกษาขึ้นคือ 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือ 9 หมื่นล้านบาท (ที่อัตราแลกเปลี่ยน 30 บาทต่อเหรียญสหรัฐ) สำหรับการใช่แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง พ.ศ. 2549 พบว่าผลกระทบของเงินทุน การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐของ Foreign Capital Inflows กระทบ RGDP 0.15 อย่างไรก็ตามแบบจำลอง พ.ศ. 2549 ไม่ได้ถูกออกแบบให้ประเมินผลกระทบของ Capitalflows

นอกจากนี้ เงินทุนสำรองมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ในขณะที่ความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศลดลงมาก ตลอดจนความเสี่ยงในภาคเอกชนลดลงมากเช่นกัน การส่งออกเงินลงทุน 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 1.6 ของเงินทุนสำรองกระทบหรือสร้างความเสี่ยงต่อสภาพคล่องของเงินทุนสำรองไทยในระดับต่ำไม่มีนัยสำคัญ

ในขณะเดียวกัน การเปลี่ยนเงินฝากธนาคาร เป็นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีระยะเวลาใกล้เคียงกับระยะเวลาที่ฝากเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของหน่วยงานของรัฐที่นำเงินมาร่วมลงทุน

สำหรับการจัดทำข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย โดยกรอบแนวคิดการจัดทำข้อเสนอแนะมาจากตัวอย่างประสิทธิภาพของกองทุนขนาดใหญ่ในต่างประเทศและของภาครัฐของไทย การวิเคราะห์เรื่องโอกาสและความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศ ข้อจำกัดต่าง ๆ ของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนไทย การประเมินความต้องการในการลงทุนของหน่วยงานต่าง ๆ ของรัฐที่ให้ความสำคัญกับความมั่นคงของการลงทุน รวมทั้งข้อเท็จจริงที่ว่ามีการลงทุนต่างประเทศใน Fixed Income ที่ Investment Grade ปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ให้ผลตอบแทนที่ไม่ต่ำกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทย

สำหรับข้อเสนอแนะในการพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐที่สำคัญสรุปได้ดังนี้

## 1. ที่มาของเงินทุน

1.1 หน่วยงานภาครัฐ โดยเน้นทุนหมุนเวียนภาครัฐ รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น โดยหลักการคือเปลี่ยนจากเงินฝากธนาคาร นำมาลงทุนให้ยืดหยุ่นขึ้น โดยเน้นลงทุนใน Fixed Income ในต่างประเทศที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน

1.2 หน่วยงานภาครัฐ สามารถเลือกรูปแบบการลงทุน ทั้งการฝากเงิน (เช่นเดียวกับการฝากธนาคาร แต่ให้ฝากในช่องทางเงินฝากพิเศษ ผู้ฝากไม่ต้องทำการแก้ไขระเบียบ นโยบายการลงทุน และวิธีการบริหารเงินให้ผลตอบแทนสูงกว่าเงินฝากธนาคารทั่วไป แต่ผลตอบแทนต่ำกว่าการซื้อหน่วยลงทุน) และการซื้อหน่วยลงทุน (กรณีที่หน่วยงาน มีนโยบาย กฎระเบียบเอื้ออำนวย สามารถเลือกซื้อหน่วยลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง) อย่างไรก็ตาม ได้มีการวิเคราะห์ว่า หน่วยงานส่วนใหญ่ไม่มีนโยบายและกฎระเบียบที่เอื้ออำนวยต่อการซื้อหน่วยลงทุน คาดว่าช่วงแรกของการจัดตั้งกองทุนจะต้องใช้ช่องการเงินฝากพิเศษของธนาคารของรัฐ

1.3 ช่วง 4 ปีแรกของการจัดตั้งกองทุนจะต้องใช้ช่องการเงินฝากพิเศษของธนาคารของรัฐก่อนพิจารณาใช้วิธีการออกขายหน่วยลงทุน

## 2. นโยบายการลงทุนและการบริหารความเสี่ยง

2.1 มีการลงทุนที่ยืดหยุ่นลงทุนได้ทั้งในและต่างประเทศ โดยมีเป้าหมายสร้างผลตอบแทนการลงทุนให้สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล โดยลงทุนในรูปเงินฝากหรือตราสารหนี้ระดับ Investment Grade เน้นลงทุนใน Fixed Income ในต่างประเทศ ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน

2.2 การลงทุนในต่างประเทศช่วง 1-4 ปีแรก ควรลงทุนในลักษณะที่มั่นคงสูงในลักษณะ Fixed Return ที่ Investment Grade ปิดความเสี่ยงค่าเงินบาท จากนั้น พิจารณาสับสนุนการลงทุนในตราสารที่มั่นคงมีสินทรัพย์ค้ำประกัน มีผลตอบแทนสูงขึ้น อาทิ กองทุนอสังหาริมทรัพย์ หรือกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะที่กำหนดวิธีการคืนเงินต้นหรือประเมินมูลค่าเงินต้นได้อย่างชัดเจน

### 3. ขนาดของกองทุน

ขึ้นกับระยะเวลาในระยะ 1-2 ปีแรก อาจพิจารณาให้มีขนาด 3-4 หมื่นล้านบาท จากนั้น ในปีที่ 3 – 4 มีขนาด 9 หมื่นล้านบาท เพื่อให้มีขนาดที่ไม่เล็กเกินไป

### 4. ระยะเวลาการลงทุน

มีการลงทุนหลายประเภท มีระยะเวลาดำเนินการทั้ง 3 เดือน 6 เดือน 1 ปี 2 ปี และระยะอื่นที่ยาวขึ้น

### 5. รูปแบบของกองทุนและการกำกับดูแล

5.1 กองทุนส่วนบุคคลภายใต้กฎหมายของสำนักงาน ก.ล.ต.

5.2 การกำกับดูแล มีการตั้งคณะกรรมการลงทุน หรือตั้งที่ปรึกษาการลงทุนมาให้ความเห็น กลั่นกรอง รวมการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์การลงทุน เพื่อให้การลงทุนเป็นไปตามเป้าหมายและวัตถุประสงค์ที่วางไว้ เพื่อให้การบริหารการลงทุนให้เหมาะสม ซึ่งการบริหารการลงทุนต่างประเทศอาจมีความซับซ้อน ขณะเดียวกันการบริหารต้องมีความโปร่งใสและตรวจสอบได้จากภายนอก

5.3 มีหลายกองทุนย่อย แบ่งตามระยะเวลาการลงทุน เพื่อความคล่องตัว อาทิ 6 เดือน 9 เดือน 12 เดือน และมากกว่า 12 เดือน โดยทยอยออกกองทุนทั้งปี กองทุนย่อยกองทุนละ 10,000 – 20,000 ล้านบาท

### 6. การบริหารจัดการ

6.1 ให้ผู้บริหารมืออาชีพดำเนินการ ซึ่งอาจเป็นคนไทย เช่น กรณีกองทุนรวมวายุภักษ์หนึ่ง ที่ให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงไทย จำกัด (มหาชน) และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) ร่วมบริหารหรือต่างชาติที่มีความน่าเชื่อถือและเสนอแนวทางการบริหารที่สร้างสรรค์ สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าในระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน

### 7. การแก้กฎระเบียบ กฎหมาย

7.1 โดยที่ระยะเวลา 4 ปีแรก ได้เสนอให้ใช้ช่องทางการรับเงินลงทุนผ่านสถาบันการเงินของรัฐ ซึ่งต้องมีค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นของสถาบันการเงินของรัฐ จากต้นทุนการบริหารจัดการ และการกันสำรองสำหรับนำเงินไปลงทุนที่รับมาจากหน่วยงานของรัฐต่าง ๆ ที่ร่วมลงทุน จึงควรพิจารณาผ่อนปรนเงื่อนไขการนับสินทรัพย์เสี่ยงที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากเป็นเงินในลักษณะที่ส่งต่อ (Pass-Through) ให้กองทุนเพื่อการลงทุนของรัฐดำเนินการต่อและรับผิดชอบ

7.2 ทั้งนี้ ในช่วง 4 ปีแรก ที่เน้นการระดมเงินจากหน่วยงานรัฐผ่านช่องทางของธนาคาร จึงไม่มีความจำเป็นในการแก้ไขกฎหมายหรือกฎระเบียบ อย่างไรก็ตาม ในระยะต่อไปอาจพิจารณาให้

หน่วยงานต่าง ๆ ของรัฐปรับปรุงกฎระเบียบของตนเอง<sup>4</sup> เพื่อให้สามารถลงทุนในรูปแบบหน่วยลงทุนที่กองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐออกขาย

โดยสรุป การพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐสร้างโอกาสที่สำคัญดังนี้

1) เป็นกลไกใหม่ในการบริหารเงินทุนระหว่างประเทศภาครัฐ ที่กำหนดขนาดกองทุนได้ เลือกเวลาลงทุนได้ และเลือกขอบเขตการดำเนินงานได้ง่าย

2) ช่วยลดแรงกดดันจากเงินทุนไหลเข้า ลดความเสี่ยงต่อโครงสร้างทรัพย์สินและหนี้สินต่างประเทศของไทย และช่วยเงินบาทอ่อนค่าระดับหนึ่ง

3) เพิ่มประสบการณ์ของภาครัฐในการบริหารกองทุนขนาดใหญ่สำหรับการลงทุนในต่างประเทศ

4) เพิ่มความสะดวกและช่องทางการลงทุนในต่างประเทศ สำหรับหน่วยงานของรัฐ และกองทุนของรัฐที่ไม่มีทรัพยากร บุคลากร และประสบการณ์ในการลงทุนในต่างประเทศ รวมทั้งโอกาสสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น(หักค่าใช้จ่ายทุกประเภท) ของการลงทุน 90,000 ล้านบาท คิดเป็น 1,170 ล้านบาท (ค่าบริหารจัดการร้อยละ 0.2) สำหรับการลงทุนทุก 1 ปี หรือ 4,680 ล้านบาท ต่อ 4 ปี

5) เสริมสร้างความเข้าใจต่อสาธารณชนอันดีเรื่องการลงทุนในต่างประเทศ

สำหรับความเสี่ยงในการพัฒนากองทุนที่สำคัญคือ

1) หากเกิดปัญหาจากการลงทุนในต่างประเทศ อาจมีผลกระทบต่อชื่อเสียงของรัฐบาล และผู้กำหนดนโยบาย

2) ขาดแรงจูงใจในการลงทุนของหน่วยงานภาครัฐ ที่ได้ประโยชน์ในรูปผลตอบแทนไม่มาก ในขณะที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานในเรื่องที่ไม่เคยทำมาก่อน

3) ทศนคติในทางลบที่มองว่านโยบายนี้ช่วยสร้างรายได้ให้กับผู้บริหารกองทุน หรือผู้ที่เกี่ยวข้อง โดยนำเงินมาจากงบประมาณ หรือเงินของภาครัฐ

4) ผลกระทบต่อค่าเงินและ Currency SWAP เนื่องจากกองทุนมีขนาดใหญ่ และมุ่งหวังให้เกิดผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนและค่าเงิน จึงมีความจำเป็นที่ต้องประสานงานกับธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) อย่างใกล้ชิดเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดจากการส่งออกเงินทุน ทั้งประเด็นเรื่องระยะเวลาส่งออกเงินทุน การป้องกันความเสี่ยงค่าเงินที่กระทบค่าเงิน และตลาด Currency SWAP

<sup>4</sup> มีกฎระเบียบแตกต่างของแต่ละรัฐวิสาหกิจ ทุนหมุนเวียน และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น เนื่องจากมีกฎหมายจัดตั้งที่หลากหลายแตกต่างกันไป มีกฎระเบียบกำกับดูแลที่หลากหลายแตกต่างกันไปเช่นกัน

## EXECUTIVE SUMMARY

The purpose of this study is to examine ways to increase the value of public assets through an establishment of a public foreign investment fund. This study proposes a policy framework for developing the public foreign investment fund (without requiring investment capital from foreign reserves) by clearly specifying the sources of capital for the fund, outlining possible financial securities for investment within risk tolerance level and assessing the value-added from the development of the public fund. The study also analyzes its pros and cons as well as limitations and its impact on the overall economy.

The study found that large investment funds under the Thai Government, namely, Social Security Fund and Government Pension Fund, had been benefited from undertaking foreign investment in the form of debt securities. The two funds had received benefits from the investment in terms of higher returns in Baht as well as better diversification in their investment. In the case of foreign bond investment, these funds had hedged foreign exchange risk for the entire amount of the investment or a very high proportion of the total investment allocation.

Moreover, it was found that the sources of state assets that can be managed more efficiently were the deposits in financial institutions by non-financial state enterprises, local authorities and extra-budgetary funds. Thai Government now has over 100 extra-budgetary funds<sup>1</sup> and 7,800 local authorities in which most of them lack the financial management expertise and personnel to manage their capital efficiently. Thus, modifying the treasury management system by reallocating some excess money to a relatively safe and higher yield would increase revenue to these government entities.

Non-financial state enterprises, local authorities, and extra-budgetary funds had deposits with financial institutions (not including the checking account deposits) worth more than 1 trillion Baht. In 2012, if these government entities would have been able to earn additional return of 1 percent, this would mean increased revenue of 10 billion Baht per year. In addition to generating higher return for the government, this would also benefit to the overall economy of Thailand.

---

<sup>1</sup> There are 110 extra-budgetary funds under the Thai Ministry of Finance such as Revolving Fund for Private sector Higher Education Development, Agricultural Land Reform Fund, Skill Development Funds, and Coin-mintage Funds.



Increasing investment flexibility to enable investment in both domestic and foreign markets with investment-grade level instruments could increase additional yields by 1.3 to 2.6 percent depending on the duration of the investment.

This paper developed a medium-sized econometric model, based on Macro-Fiscal Model B.E. 2549 (2006) and Capital Flow Model developed by Wetang Phuangsup et al. (2009)<sup>2</sup>, to evaluate the impact of investment flows on the overall economy. It is found that an increasing in outward investment of USD 3 billion in foreign debt and equities resulting in economic growth by 0.1 and 0.2 percent, respectively.

In assessing potential risks, strengths and limitations of the public foreign investment fund, the study found that in addition to financial benefits to the fund, the economy as a whole also gained by reducing the imbalance of Thailand's international investment position, reducing pressure on Thai baht, and reducing pressure on property prices in Thailand. However, there remained some restrictions on foreign investment, the lack of overall foreign investment policy by the public sector, regulatory limitations, lack of knowledge and expertise for international investment fund management, general public holding negative views on foreign investment, constraints in risk management and exchange rate management.

For the risks from developing a large-scaled foreign investment fund, the study analyzed liquidity of foreign currency of Thailand, which can be estimated from the amount of the foreign reserves, and estimated funding needs from abroad. The analysis found that foreign reserves of Thailand was at a very high level at 13<sup>th</sup> of the world's total reserves. If calculated as percentage of GDP, Thailand's foreign reserves was ranked 7<sup>th</sup> in the world, which was higher than those of China, Japan, South Korea, the United Kingdom, France and Italy.

In addition, Thailand's reserves was likely to continue increasing, while the demand for capital from abroad had decreased. At the same time, risk of the private sector from external debt had declined as well. Thus, outward investment of USD 3 billion accounting 1.6 percent of Thailand's foreign reserves did not pose a measurable impact on Thailand's foreign liquidity.

---

<sup>2</sup> Wetang Phuangsup et al. (2006) "Developing Macro-Fiscal Projections Project B.E. 2549" Fiscal Policy Office and Wetang et al. (2009) "Capital Globalization and Thai capital markets" Fiscal Policy Office. The details of econometric model is described in section 4.2 in which impact assessment was made on capital outflows, not including impact from capital and profit repatriation, and only focus on equity and debt investment.

As for public agencies' liquidity, shifting from bank deposits to investments in debt securities with similar maturities did not affect the liquidity position of the agencies that provided the investment money.

In formulating policy recommendations, the paper had studied experiences of large public funds and analyzed the opportunities and risks of investing in foreign investment and assessed investment needs of various government agencies. Based on the study, the policy recommendations for the development of public foreign investment funds can be summarized as follows:

### **1. Source of funds.**

1.1 Government agencies with emphasis on extra-budgetary funds, non-financial state-owned enterprises and local authorities. The principle is to shift from bank deposits towards more investment flexibility in fixed income foreign investments with fully-hedged in currency risk.

1.2 Government agencies can choose investment channel in deposit (similar to bank deposits but a special depository window in which depositors do not have to amend regulations, investment policy, money management practices that offer higher returns than bank deposits, but lower yields than unit trust investment) versus unit trust investment (If the agencies are permitted to invest in their regulations in unit trust that can offer high-yield). However, the analysis finds that most government agencies do not have authority to make such investment at the present, so it is expected that during the first phase of the establishment of the fund, special depository window at the state-owned banks can be used.

1.3 During the first 4 years of the fund establishment, the investment channel will be special deposit windows of the state-owned bank before considering the use of the unit investment trust channel.

### **2. Investment policy and risk management**

2.1 A flexible investment in both domestic and international markets. The goal is to generate returns higher than those of Thai government bonds, by investing in the form of deposits or invest in investment-grade foreign fixed income with fully-hedged currency risk.

2.2 Foreign investment during the first 1-4 years should emphasize safety with fixed return on investment grade securities with fully-hedge currency risk. Thereafter, consideration can be given to investment with safety, collateralized and higher yield such as property fund or infrastructure fund in which the principal is preserved or the principal can be clearly valued.

### **3. Size of the fund**

Depending on the time period in which the first 1-2 years may consider to have 30-40 billion Baht and afterward 3-4 years the size can be increased to 90 billion Baht to ensure that the fund size is not too small.

#### **4. Duration of investment**

There can be various terms of investments. For instance, periods of 3 months, 6 months, 1 year and 2 years and longer.

#### **5. Form of fund and supervisory oversight**

##### **5.1 Private funds under the SEC supervision**

5.2 Supervision by the Investment Committee or investment advisor that is tasked to give overall investment policy and strategy to ensure the fund meeting the investment goals and objectives and to undertake investment management as appropriate. Foreign investment fund management may be more complex so administration must be transparent and can be independently monitored.

5.3 There are several sub-funds divided by the duration of the investment to facilitate investment such as 6 months, 9 months, 12 months and over 12 months in which different funds will be launched during the year with varying size of 10-20 billion Baht.

#### **6. Management**

Provide professional management. This may be Thai management team such as the case of Vayupak Fund which is jointly managed by KTB Asset Management Company and MFC Asset Management Company Limited (Thailand) or foreign management team that is reliable and offers innovative management approaches and generate higher returns in the same level of risk.

#### **7. Rules and regulatory amendment**

7.1 During the first 4 years, the study proposes to use the investment channel through special depository windows of state-owned financial institutions which will incur associated cost on these state-owned financial institutions as well as increasing reserve requirement for the state-owned banks from accepting the invested funds from the government agencies. The regulatory amendment should be considered on capital reserve requirements to make more lenient terms as it should be considered as pass-through investment to state-owned foreign investment fund.

7.2 During the first 4 years focused on raising capital from the government agencies through special depository windows of state-owned bank which there is no need to amend existing laws or

regulations. However, as a next step, consideration should be made to amend rules and regulation<sup>3</sup> allowing for direct investment in unit investment issued by state-owned foreign investment fund.

In summary, the development of public foreign investment fund offers major opportunities as follows:

- 1) Creating a new mechanism for the management of international capital owned by the government.
- 2) Reducing the pressure of capital inflows. Also Reducing the risk of the imbalance of foreign assets/liabilities of Thailand and thus lessening pressure on Baht appreciation.
- 3) Enhancing the expertise of Thai public sector in managing foreign investment funds.
- 4) Facilitating and adding new channel for foreign investment by government agencies which may not have the resources to undertake foreign investment on their own due to lack of experienced personnel in the implementation of foreign investment. Moreover, this will allow for the opportunity to earn higher yield. Marginal investment return (net of expenses of any type) from investment of 90 billion Baht is calculated to be 1,170 million Baht (management fee of 0.2%) for a single year of investment or 4,680 billion Baht for four years of investment.
- 5) Promoting a better understanding of the foreign investment for general public.

**On the other hand, there are important risks to be considered as well:**

- 1) If foreign investment encounters difficulties, it may adversely impact the reputation of government and policymakers.
- 2) Lack of incentive to invest by government agencies. The financial benefit is not significant to compensate for the operational risks as it had not been done previously.
- 3) Negative view that this policy will help generate income for the fund management or the relevant parties using the money coming from the government budget or public money.
- 4) Impact on the exchange rate and currency swap as the size of the fund is large, and is intended to affect the movement of capital and exchange rate. Therefore, it is necessary to coordinate closely with the Bank of Thailand to achieve the maximum benefit from the outward capital investment in all aspects of duration of investment outflows, hedging foreign exchange risk that affect exchange rate and currency SWAP market.

---

<sup>3</sup> Different government agencies (i.e. state enterprises, extra-budgetary funds, local authorities) have their own rules and regulations which are different from one another.

## สารบัญ

|                                                                                                                                                                |                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| บทสรุปผู้บริหารภาษาไทย                                                                                                                                         | บทสรุปผู้บริหาร-1   |
| บทสรุปผู้บริหารภาษาอังกฤษ                                                                                                                                      | Executive Summary-1 |
| สารบัญ                                                                                                                                                         | (1)                 |
| สารบัญตาราง                                                                                                                                                    | (5)                 |
| สารบัญภาพ                                                                                                                                                      | (7)                 |
| บทที่ 1 บทนำ                                                                                                                                                   | 1-1                 |
| 1.1 ความสำคัญและความเป็นมา                                                                                                                                     | 1-1                 |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย                                                                                                                                | 1-3                 |
| 1.3 ขอบเขตของโครงการวิจัย                                                                                                                                      | 1-3                 |
| 1.4 วิธีการดำเนินการวิจัย                                                                                                                                      | 1-4                 |
| 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ                                                                                                                                  | 1-5                 |
| บทที่ 2 การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง                                                                                                                  | 2-1                 |
| 2.1 ความหมายและทฤษฎีการลงทุนระหว่างประเทศ                                                                                                                      | 2-1                 |
| 2.2 แนวคิดการลงทุนระหว่างประเทศ                                                                                                                                | 2-3                 |
| 2.3 แนวคิดความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศ                                                                                                                   | 2-5                 |
| 2.4 งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนระหว่างประเทศ                                                                                                                     | 2-15                |
| 2.5 กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ                                                                                                                                 | 2-16                |
| 2.5.1 ความหมายและประเภทของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ                                                                                                           | 2-16                |
| 2.5.2 แนวคิดของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ                                                                                                                      | 2-18                |
| 2.5.3 แนวคิดการจัดตั้งกองทุนการลงทุนภาครัฐรูปแบบอื่น ๆ                                                                                                         | 2-22                |
| 2.5.4 แนวคิดในการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติในประเทศไทย                                                                                                  | 2-23                |
| 2.6 กองทุนประกันสังคม                                                                                                                                          | 2-29                |
| 2.6.1 ความหมายของกองทุนประกันสังคม                                                                                                                             | 2-29                |
| 2.6.2 แนวคิดเกี่ยวกับกองทุนประกันสังคม                                                                                                                         | 2-30                |
| 2.7 กองทุนบำเหน็จบำนาญ                                                                                                                                         | 2-33                |
| 2.7.1 ความหมายและประเภทของกองทุนบำเหน็จบำนาญ                                                                                                                   | 2-33                |
| 2.7.2 แนวคิดของกองทุนบำเหน็จบำนาญ                                                                                                                              | 2-34                |
| บทที่ 3 ประสิทธิภาพการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนประกันสังคมและ<br>กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และแหล่งที่มาของเงินลงทุนของ<br>กองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศ | 3-1                 |

|                                                                                                         |      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 3.1 ภาพรวมการลงทุนต่างประเทศของกองทุนประกันสังคม                                                        | 3-1  |
| 3.1.1 รูปแบบการลงทุน                                                                                    | 3-2  |
| 3.1.2 การบริหารกองทุนประกันสังคม                                                                        | 3-2  |
| 3.1.3 การบริหารกองทุนประกันสังคมเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ                                               | 3-3  |
| 3.1.4 กลยุทธ์การลงทุนในต่างประเทศในอนาคตอันใกล้                                                         | 3-3  |
| 3.2 ภาพรวมการลงทุนต่างประเทศของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.)                                       | 3-6  |
| 3.2.1 การจัดการลงทุนของ กบข.                                                                            | 3-6  |
| 3.2.2 สัดส่วนการลงทุน แยกตามประเภทตราสาร                                                                | 3-7  |
| 3.3 แหล่งที่มาของเงินลงทุนของกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศ                                           | 3-12 |
| 3.3.1 ภาพรวมแหล่งที่มาของเงินลงทุน                                                                      | 3-12 |
| 3.3.2 องค์ประกอบโครงสร้างส่วนท้องถิ่น                                                                   | 3-13 |
| 3.3.3 รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน                                                                 | 3-19 |
| 3.3.4 ทุนหมุนเวียน                                                                                      | 3-22 |
| บทที่ 4 แบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน                                                           | 4-1  |
| 4.1 แนวคิดการพัฒนาและโครงสร้างแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน                                     | 4-1  |
| 4.1.1 แนวคิดการพัฒนาแบบจำลอง                                                                            | 4-2  |
| 4.1.2 โครงสร้างแบบจำลอง                                                                                 | 4-3  |
| 4.2 ระบบแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน                                                           | 4-6  |
| 4.2.1 ภาคเศรษฐกิจจริง                                                                                   | 4-6  |
| 4.2.2 ภาคการเงินรวมทั้งตลาดทุน                                                                          | 4-8  |
| 4.2.3 ภาคต่างประเทศ                                                                                     | 4-10 |
| 4.2.4 ภาคการคลัง                                                                                        | 4-11 |
| 4.2.5 ดัชนีราคา                                                                                         | 4-12 |
| 4.3 รายชื่อและสัญลักษณ์ของตัวแปรในแบบจำลอง                                                              | 4-16 |
| 4.3.1 ตัวแปรภายใน                                                                                       | 4-16 |
| 4.3.2 ตัวแปรภายนอก                                                                                      | 4-18 |
| บทที่ 5 การวิเคราะห์โอกาส ความเสี่ยง จุดแข็งและข้อจำกัดของการพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนในต่างประเทศของรัฐ | 5-1  |
| 5.1 โอกาสของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ                                                         | 5-1  |
| 5.1.1 เพิ่มผลตอบแทนการลงทุน                                                                             | 5-1  |

|                                                                                         |      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 5.1.2 การกระจายความเสี่ยงการลงทุน                                                       | 5-7  |
| 5.1.3 การเพิ่มทางเลือกการลงทุนที่มีหลากหลายประเภท                                       | 5-9  |
| 5.1.4 การเพิ่มช่องทางการลงทุนในตลาดที่มีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูง                       | 5-10 |
| 5.1.5 การลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินและหนี้สินต่างประเทศและแรงกดดันต่อค่าเงินบาท         | 5-12 |
| 5.1.6 การลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินไทย                                                  | 5-13 |
| 5.2 ความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ                                    | 5-16 |
| 5.2.1 การลงทุนต่างประเทศมีความผันผวนและความเสี่ยงต่อเนื่อง                              | 5-16 |
| 5.2.2 วิกฤติการเงินในต่างประเทศเกิดบ่อยครั้ง                                            | 5-17 |
| 5.2.3 ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน                                                      | 5-18 |
| 5.2.4 ผลกระทบทางการเงินมีความซับซ้อน                                                    | 5-22 |
| 5.2.5 ระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนต่างประเทศมีความซับซ้อนและแตกต่าง                         | 5-24 |
| 5.3 จุดแข็งของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ                                       | 5-27 |
| 5.3.1 เงินลงทุนสูง                                                                      | 5-27 |
| 5.3.2 ประสบการณ์การลงทุนของบางกองทุน                                                    | 5-27 |
| 5.4 ข้อจำกัดของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ                                      | 5-28 |
| 5.4.1 การไม่มีนโยบายภาพรวมการลงทุนในต่างประเทศ                                          | 5-28 |
| 5.4.2 ข้อจำกัดด้านกฎระเบียบ                                                             | 5-29 |
| 5.4.3 การขาดความรู้และประสบการณ์สำหรับบางกองทุนของรัฐ                                   | 5-30 |
| 5.4.4 บุคลากรที่มีความรู้ความเข้าใจสำหรับการลงทุนต่างประเทศมีจำกัด                      | 5-30 |
| 5.4.5 สาธารณชนมีทัศนคติไม่ดีกับการลงทุนในต่างประเทศ                                     | 5-31 |
| 5.4.6 ข้อจำกัดด้านการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน                                    | 5-32 |
| บทที่ 6 การวิเคราะห์ผลกระทบจากการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ                       | 6-1  |
| 6.1 วิเคราะห์ความอ่อนไหวของการลงทุนในต่างประเทศต่อเศรษฐกิจอัตราแลกเปลี่ยนและตลาดการเงิน | 6-1  |
| 6.2 วิเคราะห์ความสมดุลของทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศ                                     | 6-7  |
| 6.3 วิเคราะห์สภาพคล่องเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ                                         | 6-8  |
| 6.3.1 ความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศลดลง                                               | 6-9  |
| 6.3.2 ความเสี่ยงจากหนี้ต่างประเทศลดลงมาก                                                | 6-10 |

|                                                                                  |      |
|----------------------------------------------------------------------------------|------|
| 6.3.3 แนวโน้มเกินดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลบัญชีทุนและการเพิ่มขึ้น<br>ของเงินทุนสำรอง | 6-11 |
| 6.3.4 สภาพคล่องของเงินทุนสำรองสูง                                                | 6-12 |
| 6.4 วิเคราะห์สภาพคล่องของหน่วยงานของรัฐที่นำเงินมาลงทุน                          | 6-15 |
| บทที่ 7 ข้อเสนอรูปแบบการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ                   | 7-1  |
| 7.1 ข้อเสนอรูปแบบการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ                       | 7-1  |
| 7.2 ข้อเสนอนโยบายการลงทุน                                                        | 7-7  |
| บทที่ 8 บทสรุปและข้อเสนอแนะ                                                      | 8-1  |
| บรรณานุกรม                                                                       | ๒-1  |
| ภาคผนวก                                                                          | ผ-1  |



## สารบัญตาราง

|                                                                                                                            |      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| ตารางที่ 1.1 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของพันธบัตรรัฐบาลไทย<br>และพันธบัตรรัฐบาลเกาหลีที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินทั้งจำนวน | 1-2  |
| ตารางที่ 2.1 การลงทุนที่มีการบริหารโดยกองทุนประเภทต่าง ๆ                                                                   | 2-22 |
| ตารางที่ 3.1 รายชื่อบริษัทจัดการกองทุนต่างประเทศที่บริหารกองทุนให้<br>กับสำนักงานประกันสังคม                               | 3-2  |
| ตารางที่ 3.2 สรุปการลงทุนของกองทุนประกันสังคม                                                                              | 3-5  |
| ตารางที่ 3.3 สรุปการลงทุนของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ                                                                    | 3-10 |
| ตารางที่ 3.4 เงินฝากสุทธิขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น<br>รัฐวิสาหกิจที่มีใช้สถาบันการเงินและทุนหมุนเวียนของรัฐ              | 3-12 |
| ตารางที่ 3.5 รายได้ขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น                                                                             | 3-15 |
| ตารางที่ 3.6 ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน                                                                | 3-26 |
| ตารางที่ 3.7 สินทรัพย์สภาพคล่องของทุนหมุนเวียน                                                                             | 3-26 |
| ตารางที่ 3.8 ผลการใช้จ่ายเงินของทุนหมุนเวียน                                                                               | 3-26 |
| ตารางที่ 3.9 ระบบบริหารเงินทุนหมุนเวียน (เงินนอกงบประมาณ)                                                                  | 3-27 |
| ตารางที่ 5.1 กลยุทธ์การลงทุน                                                                                               | 5-4  |
| ตารางที่ 5.2 เปรียบเทียบผลตอบแทนจากการบริหารเงินและการฝากธนาคาร<br>พาณิชย์ในไทย                                            | 5-6  |
| ตารางที่ 5.3 อัตราการขยายตัวเศรษฐกิจประเทศต่าง ๆ                                                                           | 5-7  |
| ตารางที่ 5.4 ประเภทหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาด EURONEXT                                                                | 5-10 |
| ตารางที่ 5.5 มูลค่าเงินลงทุนของหน่วยงานต่าง ๆ ณ สิ้นปี ค.ศ. 2012                                                           | 5-13 |
| ตารางที่ 5.6 การให้ความคุ้มครองเงินฝาก                                                                                     | 5-15 |
| ตารางที่ 5.7 สัดส่วนเงินฝากของผู้ฝากประเภทต่าง ๆ                                                                           | 5-15 |
| ตารางที่ 5.8 อัตราภาษีหัก ณ ที่จ่ายจากเงินปันผลในประเทศต่าง ๆ                                                              | 5-24 |
| ตารางที่ 5.10 สรุปข้อสังเกต/ปัญหาอุปสรรคธุรกรรมบริหารความเสี่ยงค่าเงิน<br>บางธุรกรรม                                       | 5-33 |
| ตารางที่ 6.1 สรุปผลกระทบของการลงทุนในต่างประเทศต่อเศรษฐกิจไทย                                                              | 6-3  |
| ตารางที่ 6.2 สรุปผลกระทบของการลงทุนในตราสารทุนของต่างชาติต่อ<br>ตลาดทุนไทย                                                 | 6-5  |
| ตารางที่ 6.3 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของพันธบัตรรัฐบาลไทย<br>และพันธบัตรรัฐบาลเกาหลีที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน          | 6-16 |

|                                                                                                                |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| ตารางที่ 7.1 สรุปทางเลือกรูปแบบการลงทุนของผู้ลงทุน และข้อดีข้อจำกัด                                            | 7-3 |
| ตารางที่ 7.2 สรุปทางเลือกรูปแบบกองทุน ข้อดีข้อจำกัด และกฎหมายสำคัญที่เกี่ยวข้อง                                | 7-4 |
| ตารางที่ 7.3 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของพันธบัตรรัฐบาลไทย และพันธบัตรรัฐบาลเกาหลีที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน | 7-8 |
| ตารางที่ 7.4 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของหุ้นกู้ของธนาคารกรุงเทพ ไทยออยล์ และ ปตท. ที่ออกในต่างประเทศ     | 7-9 |
| ตารางที่ 8.1 เปรียบเทียบผลตอบแทนจากการบริหารเงินและฝากธนาคารพาณิชย์ในไทย                                       | 8-4 |

## สารบัญภาพ

|                                                                                                                         |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| แผนภาพที่ 2.1 ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงโดยรวมลดลงจากการลงทุน<br>แบบกระจายความเสี่ยง                                     | 2-11 |
| แผนภาพที่ 2.2 ความเสี่ยงการลงทุนแบบกระจายความเสี่ยงภายในประเทศ<br>และในต่างประเทศ                                       | 2-11 |
| แผนภาพที่ 2.3 ผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้นจากการกระจายการลงทุน<br>ไปในต่างประเทศ                                             | 2-12 |
| แผนภาพที่ 2.4 Correlation Between Markets, 1991-2011                                                                    | 2-13 |
| แผนภาพที่ 2.5 สัดส่วนเศรษฐกิจของกลุ่มเศรษฐกิจต่าง ๆ กับเศรษฐกิจโลก                                                      | 2-14 |
| แผนภาพที่ 2.6 อัตราการเติบโตของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ                                                               | 2-20 |
| แผนภาพที่ 3.1 สถานะการลงทุนที่แท้จริงของ กบข.                                                                           | 3-7  |
| แผนภาพที่ 3.2 โครงสร้างและกระบวนการตัดสินใจลงทุน                                                                        | 3-8  |
| แผนภาพที่ 3.3 มูลค่าทรัพย์สินของเงินนอกงบประมาณ (ทุนหมุนเวียน)                                                          | 3-24 |
| แผนภาพที่ 3.4 ผลการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน                                                                             | 3-25 |
| แผนภาพที่ 3.5 แผนและผลการใช้จ่ายเงินของทุนหมุนเวียน                                                                     | 3-25 |
| แผนภาพที่ 5.1 ประสิทธิภาพ Earning Per Share Growth และ<br>Return on Equity ปี ค.ศ. 2012                                 | 5-2  |
| แผนภาพที่ 5.2 Yield Curve ประเทศต่าง ๆ                                                                                  | 5-2  |
| แผนภาพที่ 5.3 มูลค่าตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ของไทย                                                               | 5-11 |
| แผนภาพที่ 5.4 Market Capitalization ของตลาดหลักทรัพย์ไทยต่อ GDP<br>ยังมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่นในเอเชีย | 5-12 |
| แผนภาพที่ 5.5 ดัชนี S&P 500 และดัชนี VIX                                                                                | 5-17 |
| แผนภาพที่ 5.6 การเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทเทียบกับเหรียญสหรัฐ                                                             | 5-20 |
| แผนภาพที่ 5.7 อัตราแลกเปลี่ยนในรูปสกุลบาทในช่วงปีค.ศ. 2008 – 2012                                                       | 5-21 |
| แผนภาพที่ 5.8 Standard Deviation ของอัตราแลกเปลี่ยนในรูปสกุลบาท<br>ในช่วงปี ค.ศ. 2008-2012                              | 5-22 |
| แผนภาพที่ 5.9 การจัดกลุ่ม Securitization                                                                                | 5-23 |
| แผนภาพที่ 5.10 ช่องทางการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศของนักลงทุนไทย<br>และระเบียบกำกับ                                   | 5-29 |
| แผนภาพที่ 5.11 การทำงานของผู้ดูแลหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ                                                                | 5-31 |

|                                                                                                           |      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| แผนภาพที่ 6.1 กลไกการส่งผ่านผลกระทบของการลงทุนในตราสารทุน<br>ต่อตลาดทุนและเศรษฐกิจไทย                     | 6-4  |
| แผนภาพที่ 6.2 กลไกการส่งผ่านผลกระทบของการลงทุนในตราสารหนี้ต่อ<br>ดอกเบี้ยและเศรษฐกิจไทย                   | 6-6  |
| แผนภาพที่ 6.3 ดุลบัญชีเดินสะพัด และสัดส่วนดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ของไทย                                 | 6-9  |
| แผนภาพที่ 6.4 สัดส่วนหนี้ต่างประเทศระยะสั้นต่อเงินทุนสำรอง และสัดส่วนหนี้<br>ระยะสั้นต่อรายได้ของภาคเอกชน | 6-10 |
| แผนภาพที่ 6.5 เงินทุนสำรอง ดุลบัญชีเดินสะพัดสะสม (C/A) ดุลบัญชีเงินทุน<br>สะสม (K/A)                      | 6-11 |
| แผนภาพที่ 6.6 เงินทุนสำรองประเทศที่มีเงินทุนสำรองสูง                                                      | 6-12 |
| แผนภาพที่ 6.7 สัดส่วนเงินทุนสำรองต่อ GDP ประเทศที่มีเงินทุนสำรองสูง                                       | 6-13 |
| แผนภาพที่ 6.8 เงินทุนสำรองส่วนเกินตาม Greenspan- Guidotti Rule                                            | 6-14 |
| แผนภาพที่ 7.1 รูปแบบกองทุนลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ                                                        | 7-6  |
| แผนภาพที่ 8.1 รูปแบบกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศ                                                      | 8-6  |

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความสำคัญและความเป็นมา

โดยที่ภาคสาธารณะ (Public Sector) ที่ประกอบด้วยรัฐบาล องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น ทุนหมุนเวียน รัฐวิสาหกิจและหน่วยงานภาครัฐอื่น มีทรัพย์สินจำนวนมากที่ยังสามารถบริหารจัดการให้ดีขึ้นได้ ผลตอบแทนสูงขึ้นได้ ตลอดจนสามารถนำไปใช้พัฒนาเศรษฐกิจในภาพรวมได้อีก

จากการประเมินของเวทังก์ ฟังทรีพี และคณะ (2554)<sup>1</sup> พบว่า กองทุนภาครัฐ<sup>2</sup> (ไม่รวมเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ) ณ สิ้นปี พ.ศ. 2553 มีทรัพย์สินรวม 3 ล้านล้านบาท โดยมีการบริหารเงินในรูปการฝากเงินกับธนาคารและถือพันธบัตรรัฐบาลในประเทศรวมสูงถึง 2.4 ล้านล้านบาท ในขณะที่ส่วนท้องถิ่นมีเงินฝากธนาคารกว่า 2 แสนล้านบาท (ไม่มีข้อมูลทรัพย์สินรวมและการลงทุนประเภทอื่นของส่วนท้องถิ่น)

โดยที่กองทุนภาครัฐมีมากกว่า 100 กองทุน และส่วนท้องถิ่นที่เป็นนิติบุคคลมีมากกว่า 7,800 แห่ง ส่วนใหญ่ไม่มีความชำนาญและบุคลากรในการบริหารเงิน การปรับเปลี่ยนการบริหารเงินโดยแบ่งเงินบางส่วนนำไปบริหารให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น อาทิ ส่วนที่เป็นเงินในรูปเงินฝากธนาคารที่ผลตอบแทนไม่สูง จะเป็นการเพิ่มรายได้ให้ภาครัฐอีกมาก

นอกจากนี้ มีช่องทางการลงทุนในต่างประเทศที่ความเสี่ยงการลงทุนต่ำ และเมื่อทำการปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว มีผลตอบแทนไม่ต่ำกว่าการฝากเงินประจำ หรือลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล อาทิ สำหรับการลงทุน 1 ปี การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเกาหลีใต้ (S&P Sovereign Rating A) ผลตอบแทนที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินแล้วคือร้อยละ 4.1 หรือเงินฝากธนาคาร Bank of China (Issuer Rating A-) ผลตอบแทนที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินแล้วคือร้อยละ 4.64 โดยพันธบัตรรัฐบาลไทย (S&P Sovereign Rating BBB+) ให้ผลตอบแทนร้อยละ 3.55 หรือหากหักค่าบริหารจัดการที่ร้อยละ 0.17 จะมีส่วนต่างมากกว่าพันธบัตรรัฐบาลไทยร้อยละ 0.38 – 0.92

<sup>1</sup> เวทังก์ ฟังทรีพี จักรพงษ์ อุชุพานันท์ กฤติกา โพธิ์ไทรย์ สุธี เหลืองอร่ามกุล และชนกฤต ฉัตรการณ (2554)

“นโยบายกองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, กันยายน 2554 โดยกองทุนภาครัฐ หมายถึง ทุนหมุนเวียน 103 ทุน และกองทุนบำเหน็จบำนาญราชการและกองทุน คู่ครองเงินฝาก

<sup>2</sup> เงินฝากของของรัฐในที่นี้หมายถึงหน่วยงานของรัฐที่เป็นเป้าหมายของนักวิจัย ประกอบด้วยรัฐบาลท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจ (ไม่รวมสถาบันการเงิน) และทุนหมุนเวียน

**ตารางที่ 1.1 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของพันธบัตรรัฐบาลไทยและพันธบัตรรัฐบาลเกาหลี  
ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินทั้งจำนวน (หน่วยร้อยละ)**

|         | พันธบัตรรัฐบาลไทย<br>(Sovereign Credit<br>Rating BBB+) | พันธบัตรรัฐบาล<br>เกาหลี (Sovereign<br>Credit Rating A) | เงินฝาก Bank of<br>China (Issuer<br>Rating A-) | ส่วนต่าง<br>พันธบัตร<br>รัฐบาลเกาหลี -<br>รัฐบาลไทย | ส่วนต่าง Bank<br>of China –<br>พันธบัตรรัฐบาล<br>ไทย |
|---------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
|         | 1                                                      | 2                                                       | 3                                              | 2 - 1                                               | 3 - 1                                                |
| 6 เดือน | 3.47                                                   | 3.5                                                     | 4.3                                            | 0.03                                                | 0.83                                                 |
| 9 เดือน | 3.5                                                    | 4.05                                                    | 4.45                                           | 0.55                                                | 0.95                                                 |
| 1 ปี    | 3.55                                                   | 4.1                                                     | 4.64                                           | 0.55                                                | 1.09                                                 |

ที่มา : Standard Chartered 8 กันยายน พ.ศ. 2554 เป็นผลตอบแทนในรูปเงินบาทที่ปิดความเสี่ยง

อัตราแลกเปลี่ยนและดอกเบี้ย รวมทั้งหักภาษีในต่างประเทศแล้ว แต่ไม่รวมค่าบริหารจัดการ (ค่าบริหารกองทุนคิดเป็นร้อยละ 0.17 สำหรับกองทุนที่ลงทุนต่างประเทศของ บลจ.ไทยพาณิชย์ จำกัด มหาชน)

นอกจากการสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นสำหรับทรัพย์สินของรัฐโดยไม่เพิ่มความเสี่ยงโดยวิธีดังกล่าว (ลงทุนในตราสารการเงินที่ผู้ออกตราสารมีความมั่นคงไม่ต่ำกว่ารัฐบาลไทยและปิดความเสี่ยงค่าเงินทั้งจำนวน) การส่งออกการลงทุนในต่างประเทศยังช่วยภาพรวมเศรษฐกิจ ลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศของไทย และลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท รวมทั้งราคาทรัพย์สินในประเทศจากเงินทุนต่างชาติ

ดังนั้น การศึกษาการจัดตั้งกองทุนกลางเพื่อการบริหารเงินสำหรับรัฐ ที่สามารถลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ มีโอกาสสร้างผลตอบแทนเพิ่มขึ้นให้รัฐได้มาก ในขณะที่หากลงทุนในต่างประเทศย่อมช่วยเศรษฐกิจในภาพรวม ทั้งลดแรงกดดันต่อค่าเงินและราคาทรัพย์สินในประเทศดังกล่าว

สำหรับข้อเสนอการจัดตั้งกองทุนกลางเพื่อการลงทุนของการศึกษานี้ อาจนับว่าเป็นกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติประเภทหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาไม่ได้ศึกษาการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติโดยรวม และที่มาของเงินลงทุนสำหรับการศึกษานี้ไม่ได้มาจากเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ

## 1.2 วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย

1.2.1 พัฒนาข้อเสนอเชิงนโยบายด้านการบริหารทรัพย์สินของรัฐ<sup>3</sup> เพื่อสร้างประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมและสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นของทรัพย์สินของรัฐ โดยการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

1.2.2 ประเมินข้อดี ข้อเสีย ต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม จากการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

1.2.3 ประเมินโอกาสของการหาผลตอบแทนทางการเงินที่สูงขึ้นรวมทั้งข้อจำกัดที่สำคัญ หรือความเสี่ยงจากการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

1.2.4 พัฒนาองค์ความรู้ด้านการบริหารทรัพย์สินของรัฐ โดยเฉพาะจากการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

## 1.3 ขอบเขตของโครงการวิจัย

ศึกษาประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนของรัฐ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยเน้นที่การลงทุนในต่างประเทศ ทำการประเมินผลในระดับมหภาค และโอกาสสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นภายใต้ข้อจำกัดสำคัญ หรือความเสี่ยงสำคัญที่เกี่ยวข้อง

แหล่งที่มาของเงินลงทุนเน้นที่รัฐวิสาหกิจ ทุนหมุนเวียนที่กำกับโดยกระทรวงการคลัง และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น ในส่วนเงินฝากสถาบันการเงินที่ผลตอบแทนของเงินต่ำ

สำหรับประเด็นทางเลือกในการลงทุนเน้นที่การลงทุนในตราสารทางการเงิน อาทิ ตราสารหนี้ หรือตราสารทุนที่มีความมั่นคง โดยไม่รวมถึงการลงทุนโดยตรง

การศึกษานี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาประเด็นการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund)<sup>4</sup> ในรูปแบบต่าง ๆ สำหรับประเทศไทย และไม่ครอบคลุมในเรื่องการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติที่นำเงินจากเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ หรือการจัดตั้งกองทุนหรือบริษัทเพื่อการลงทุนที่ทำการบริหารทรัพย์สินโดยรวมของรัฐวิสาหกิจ

<sup>3</sup> ทรัพย์สินของรัฐในที่นี้หมายถึงทรัพย์สินขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และทุนหมุนเวียน

<sup>4</sup> มีการศึกษาเรื่องการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติสำหรับประเทศไทยอยู่แล้ว อาทิ โชติชัย สุวรรณภรณ์, นงนุช ดันดิสันติวงศ์ และพงษ์ระพีพร อาภากร (2551) “ความพร้อมในการจัดตั้ง Sovereign Wealth Fund ของประเทศไทย” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง ในประเด็นการนำเงินทุนสำรองมาจัดตั้งเป็น Sovereign Wealth Fund รวมทั้งการจัดตั้ง Sovereign Wealth Fund ในรูปแบบ Holding Company สำหรับรัฐวิสาหกิจไทย

## 1.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

### 1.4.1 การศึกษารวบรวมข้อมูล เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในและต่างประเทศ

### 1.4.2 พัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบจากการลงทุน

การศึกษานี้ทำการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค เพื่อศึกษาผลกระทบของการลงทุนในต่างประเทศต่อระบบเศรษฐกิจ แนวทางหนึ่งในการใช้ประเมินผลกระทบคือ การพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งในการพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนมีหลายวิธี ทั้งทางเศรษฐมิติ อาทิ การศึกษาบนพื้นฐานของแนวคิด Growth Theory อาทิเช่น การศึกษาของ Kormendi and Meguire (1985)<sup>5</sup>, Barro (1991)<sup>6</sup> และ Bailliu (2000)<sup>7</sup> และการใช้แบบจำลอง CGE (Computational General Equilibrium) อาทิ David Roland-Holst (2001)<sup>8</sup> ศึกษาผลกระทบจากการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจรายภาคการผลิต รวมทั้งภาคครัวเรือนและการกระจายรายได้

สำหรับการศึกษานี้ใช้วิธีทางเศรษฐมิติโดยพัฒนาแบบจำลองขนาดปานกลางที่สะดวกในการใช้ทำ Simulation ผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดการเงิน โดยเลือกพัฒนาแบบจำลองขนาดกลาง โดยประยุกต์และปรับปรุงแบบจำลองเศรษฐกิจการคลัง 2006 และแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนของเวทาค์ ฟังทรีพีย์ และคณะ (2552)<sup>9</sup>

1.4.3 การวิเคราะห์โอกาสสร้างผลตอบแทนทางการเงินเป็นการวิเคราะห์จากตัวอย่าง ทางเลือกการลงทุนที่เป็นไปได้หากมีการลงทุนจริง โดยนำข้อมูลผลตอบแทน และความเสี่ยงใช้ประกอบการวิเคราะห์

1.4.4 การศึกษารูปแบบการจัดตั้งกองทุนต่าง ๆ และวิเคราะห์แนวทางที่เหมาะสมทำการศึกษารูปแบบกองทุนเพื่อการลงทุนหรือกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติที่สำคัญในต่างประเทศ และวิเคราะห์รูปแบบ

---

<sup>5</sup> Kormendi, R. and P. Meguire. 1985. "Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence." *Journal of Monetary Economics* 16(2): 141–163.

<sup>6</sup> Barro, R. 1991. "Economic Growth in a Cross Section of Countries." *Quarterly Journal of Economics* 106(2): 407–444.

<sup>7</sup> Bailliu, J. "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries." Bank of Canada Working Paper 2000-15

<sup>8</sup> David Roland-Holst (2001), "Capital Flows and Economy-wide Modeling", Handout Prepared for the International Symposium on "Impacts of Trade Liberalization Agreements on Latin America and the Caribbean", Sponsored by the Inter-American Development Bank and the Centre d' Etudes Prospectives et d'Information Internationales, November 5-6, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.

<sup>9</sup> เวทาค์ ฟังทรีพีย์ พงศ์นคร โกษาภรณ์ สุธี เหลืองอร่ามกุล นงนุช ดัยดิสันติวงศ์ (2549) "โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง พ.ศ. 2549" สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และเวทาค์และคณะ (2552) "โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย" สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง



ที่เป็นไปได้สำหรับประเทศไทย โดยให้ความสำคัญกับการจัดตั้งกองทุนโดยไม่มีการแก้กฎหมายหรือเสนอกฎหมายใหม่

## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.5.1 กระทรวงการคลังและผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจของประเทศมีองค์ความรู้ และแนวทางที่เหมาะสมในการจัดทำนโยบายด้านการบริหารทรัพย์สินของรัฐ เพื่อสร้างประโยชน์ต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมและสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นทรัพย์สินของรัฐ โดยการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

1.5.2 การสร้างความรู้ความเข้าใจในความสำคัญ และผลประโยชน์ของการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

1.5.3 การพัฒนาองค์ความรู้ด้านการบริหารทรัพย์สินของรัฐ โดยเฉพาะจากการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

## บทที่ 2

### การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

สำหรับบทที่ 2 นี้ได้ศึกษาวรรณกรรมและรวบรวมทฤษฎีจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยเริ่มจากทฤษฎีและแนวคิดที่สำคัญด้านการลงทุนระหว่างประเทศ แนวคิดด้านความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศ โดยเน้นที่งานวิจัยสำหรับกองทุนขนาดใหญ่ที่มีการลงทุนระหว่างประเทศ ในส่วนของภาครัฐที่สำคัญคือ กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds) กองทุนประกันสังคม (Social Security Funds) และ กองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Funds) ซึ่งประกอบด้วย 7 ส่วนสำคัญ ได้แก่ 2.1 ความหมายและทฤษฎีการลงทุนระหว่างประเทศ 2.2 แนวคิดการลงทุนระหว่างประเทศ 2.3 แนวคิดความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศ 2.4 งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนระหว่างประเทศ นอกจากนี้ได้ศึกษากองทุนขนาดใหญ่ที่มีการลงทุนในต่างประเทศ 2.5 กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds) 2.6 กองทุนประกันสังคม (Social Security Funds) และ 2.7 กองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Funds)

#### 2.1 ความหมายและทฤษฎีการลงทุนระหว่างประเทศ (Foreign Investment Theory)

เนื่องจากที่มนุษย์ได้มีการซื้อขายแลกเปลี่ยนสินค้าระหว่างกันในระดับท้องถิ่นจนมาถึงระดับข้ามชาติ ทำให้เกิดทฤษฎีการค้าระหว่างประเทศ<sup>1</sup> ประเทศที่มีความเชี่ยวชาญในการผลิตมีทรัพยากรที่เป็นปัจจัยสำคัญในการผลิต และมีแรงงานและต้นทุนการผลิตที่ต่ำ ประเทศนั้นย่อมได้เปรียบในการที่จะผลิตสินค้าให้ถึงจุดที่ผลิตได้มากแต่มีต้นทุนต่ำ เนื่องมาจากการขยายการผลิต (Economy of Scale) และสามารถนำผลผลิตที่มีจำนวนมากเกินที่จะใช้ภายในประเทศนั้นส่งออกขายยังต่างประเทศ แต่ทว่าการให้ได้มา ซึ่งความคุ้มค่าในการผลิตนั้นย่อมต้องการลงทุนขนาดใหญ่ ดังนั้น หลายประเทศที่มีเงินทุนแต่ไม่มีกำลังผลิต และประเทศที่มีกำลังการผลิตแต่ไม่มีศักยภาพในการลงทุนจึงพึ่งพากันและกันเพื่อให้เกิดการเอื้อประโยชน์ในเศรษฐกิจของแต่ละประเทศมากขึ้น ด้วยเหตุนี้จึงเกิดการลงทุนระหว่างประเทศ (Foreign Investment)

การลงทุนระหว่างประเทศ (Foreign Investment) ตามคำจำกัดความของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ หรือ IMF (International Monetary Fund) กล่าวว่า เป็นการโยกย้ายสินทรัพย์ที่มีตัวตนหรือสินทรัพย์ไร้สภาพจากประเทศหนึ่งไปยังอีกประเทศหนึ่งเพื่อวัตถุประสงค์ในการสร้างความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศที่ถูกลงทุน โดยที่ประเทศเจ้าของสินทรัพย์นั้นมีส่วนความเป็นเจ้าของทั้งหมด

<sup>1</sup> ทฤษฎีหลักความได้เปรียบโดยเปรียบเทียบ (Comparative Advantage) ของเดวิด ริคาร์โด (ค.ศ. 1817) และ ทฤษฎีหลักความได้เปรียบโดยสมบูรณ์ (Absolute Advantage) ของอดัม สมิท (ค.ศ.1776)

หรือบางส่วนในสินทรัพย์ที่อยู่ในประเทศที่ถูกลงทุนนั้น<sup>2</sup> การลงทุนระหว่างประเทศแบ่งได้ออกเป็น 2 แบบ คือ การลงทุนทางตรงในต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) และการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Investment)

จากคำนิยามของ BPM5 (Balance of Payment Manual, 5<sup>th</sup> Ed.) โดยกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) การลงทุนทางตรงในต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) หมายถึงการลงทุนที่จะได้มาซึ่งผลประโยชน์อันยั่งยืนในการดำเนินการธุรกิจ เศรษฐกิจภายนอกประเทศของผู้ลงทุน ซึ่งผู้ลงทุนจะได้รับสิทธิในการออกเสียงบริหารจัดการองค์กร หน่วยงานต่างประเทศหรือกลุ่มการลงทุนในต่างประเทศจะถูกขนานนามว่า “นักลงทุนทางตรง” (Direct Investor) องค์กรที่จดทะเบียนบริษัทเป็นนิติบุคคลหรือไม่ใช่นิติบุคคล เช่น สาขาบริษัทย่อย บริษัทลูกหรือบริษัทในเครือ ซึ่งได้มีการกระทำการลงทุนทางตรงนั้นเรียกว่า “บริษัทลงทุนทางตรง” (Direct Investment Enterprise) ระดับการมีสิทธิออกเสียงในส่วนของการเป็นเจ้าของนั้นแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับสัดส่วนการลงทุน ในที่นี้ BPM5 (Balance of Payment Manual, 5<sup>th</sup> Ed.) โดยกองทุนการเงินระหว่างประเทศกล่าวไว้ว่า บริษัทลงทุนทางตรงจะต้องมีส่วนความเป็นเจ้าของอย่างน้อยร้อยละ 10 ของส่วนความเป็นเจ้าของทั้งหมด นอกเหนือจากการระบุระดับความเป็นเจ้าของแล้ว ยังมีการระบุถึงข้อกำหนดจำนวนการโยกย้ายเงินลงทุนระหว่างบริษัทแม่และบริษัทที่อยู่ในต่างประเทศด้วย เนื่องจากลักษณะหลักของการลงทุนทางตรงในต่างประเทศคือการทำประโยชน์อย่างยั่งยืนให้กับบริษัท ดังนั้น การที่จะเป็นการลงทุนทางตรงได้นั้น เงินลงทุนจะต้องถูกจัดสรร โดยนักลงทุนทางตรงผ่านทางการลงทุนโดยตรง หรือการลงทุนทางอ้อมในบริษัทที่เกี่ยวข้อง

รูปแบบของการลงทุนแบบนักลงทุนทางตรงสามารถแยกออกได้เป็นเงินลงทุนจากนักลงทุนทางตรงการลงทุนใหม่จากรายได้และการให้เงินกู้ระยะยาวและระยะสั้นภายในบริษัทด้วยกัน (เช่น ระหว่างบริษัทแม่ และบริษัทในเครือ) นอกเหนือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศที่ได้ให้คำจำกัดความของการลงทุนทางตรงแล้ว OECD Benchmark Definition of Foreign Investment<sup>3</sup> ยังเสนอให้นิยามของการลงทุนทางตรงว่าองค์กรการลงทุนทางตรงเป็นองค์กรนิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นหรือไม่ได้จัดตั้งเป็นนิติบุคคล (เช่น บริษัทสาขา) ที่ต่างชาติได้มีส่วนความเป็นเจ้าของมากกว่าร้อยละ 10 ของหุ้นสามัญทั้งหมดหรือร้อยละ 10 ของอำนาจการออกเสียง หรือมีส่วนความเป็นเจ้าของน้อยกว่าร้อยละ 10 แต่มีอำนาจในการบริหารจัดการและอำนาจในการออกเสียงเป็นสิ่งที่ยืนยันได้ว่า นักลงทุนทางตรงนั้นมีผลกระทบต่อการบริหารจัดการงานขององค์กร แต่ไม่ได้หมายถึงการมีอำนาจควบคุมการตัดสินใจขององค์กรทั้งหมด ลักษณะ

<sup>2</sup> International Monetary Fund, 1993, Balance of Payments Manual, 5th ed. (Washington).

[www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf)

<sup>3</sup> Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment: Third Edition (BD3) (Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development, 1996).

ที่สำคัญที่สุดของการลงทุนทางตรงซึ่งต่างจากการลงทุนทางด้านตลาดทุนในต่างประเทศคือ การที่มีอำนาจออกเสียงในการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพนั่นเอง

นอกจากนี้ การลงทุนระหว่างประเทศยังครอบคลุมถึงการลงทุนทางอ้อม (Portfolio Investment) ซึ่งจะเป็นการลงทุนผ่านกลุ่มผลิตภัณฑ์ทางการเงิน (Financial Products) ในต่างประเทศ ได้แก่ ตราสารหนี้ ตราสารทุน เป็นต้น เป็นทางเลือกอีกทางหนึ่งให้กับนักลงทุนในการลงทุนที่จะสร้างผลตอบแทนและความคล่องตัวได้มาก เนื่องจากสามารถทำการลงทุนโดยใช้ขั้นตอนและทรัพยากรในการดำเนินการน้อยกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนทางตรง ที่ต้องพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ที่จะต้องนำมาใช้ในการผลิต เช่น ปัจจัยด้านวัตถุดิบ ปัจจัยด้านการเครื่องจักร ปัจจัยด้านแรงงาน และปัจจัยอื่น ๆ ที่เกิดจากการผลิตที่แท้จริง เป็นต้น แต่ผู้ลงทุนก็ยังจะต้องประสบกับปัจจัยเสี่ยงภายใน (Unsystematic Risk) ที่เกิดจากความเสี่ยงจากธุรกิจนั้น ๆ ที่ต้องเผชิญ และปัจจัยเสี่ยงภายนอก (Systematic Risk) ที่เกิดจากความเสี่ยงระดับมหภาค และปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจที่ไม่ว่าธุรกิจใด ๆ ก็ต้องประสบ เช่น ปัจจัยวิกฤตทางการเงินภาคยุโรป เป็นต้น

สำหรับการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ (International Portfolio Investment) กองทุนการเงินระหว่างประเทศ ได้ให้คำนิยามตามการแจกแจงของสินทรัพย์และหนี้สินว่าเป็นการลงทุนในตราสารทุน (Equity Instruments) และตราสารหนี้ (Debt Instruments) ในต่างประเทศที่ได้มีการซื้อขายในตลาดหลัก (Issued by Organizations) และตลาดรอง (Financial Markets) ตราสารหนี้นั้นได้รวมไปถึง พันธบัตร (Bond) ตราสารหนี้ระยะสั้น (Note) ตราสารทางการเงิน (Money Market Securities) และตราสารอนุพันธ์ (Financial Derivatives)<sup>4</sup>

ตราสารทุน (Equity Instruments) ในที่นี้ครอบคลุมถึงตราสารในส่วนของการเป็นเจ้าของในบริษัท เช่น หุ้นสามัญ (Common Share) หุ้นร่วม (Participation) หรือลักษณะตราสารหุ้นที่มีส่วนคล้ายกัน (เช่น American Depositary Receipt: ADR) หุ้นชนิดอื่นที่ไม่ได้คงความเป็นเจ้าของ เช่น หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Share) กองทุนรวม (Mutual Fund) และการลงทุนในทรัสต์ที่รวมอยู่ในประเภทนี้ด้วย

## 2.2 แนวคิดการลงทุนระหว่างประเทศ

ปัจจัยที่นำมาพิจารณาเพื่อให้เกิดการลงทุน โดยทฤษฎีการลงทุนทางตรงในต่างประเทศ จะช่วยให้ผู้ลงทุนเห็นถึงปัจจัยที่สามารถทำให้เกิดการลงทุนซึ่งเกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ทำให้ธุรกิจมีความแตกต่างกันในระหว่างประเทศ และปัจจัยที่ทำให้ผู้ประกอบการได้เปรียบในการแข่งขัน

<sup>4</sup> International Monetary Fund, 1993, Balance of Payments Manual, 5th ed. (Washington). Paragraph 387.

ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยดึงดูดและปัจจัยผลักดัน โดยการศึกษาของ Schneider and Frey (Schneider and Frey, 1985)<sup>5</sup> ได้แบ่งตัวปัจจัยกำหนดการลงทุนโดยตรงเป็น 3 ประเภท คือ

(1) ประเภทที่เน้นการเมืองมากแต่นับเศรษฐกิจน้อย (Much Politics, Little Economics) ซึ่งได้ให้ความสนใจในเรื่องเสถียรภาพทางการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ

(2) เน้นเศรษฐกิจมากแต่นับการเมืองน้อย (Much Economics, Little Politics) คือ เน้นแต่ตัวปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศมากกว่าปัจจัยทางการเมืองในประเทศนั้น ๆ และ

(3) ประเภทที่ผสมระหว่างปัจจัยทางการเมืองและเศรษฐกิจอย่างเท่าเทียมกัน (Unstructured Amalgamation of Economics and Politics) เป็นการให้ความสำคัญปัจจัยทางการเมืองและเศรษฐกิจในอัตราที่เท่า ๆ กัน ในที่นี้จะรวมไปถึงเสถียรภาพของรัฐบาลที่ส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจที่มีในประเทศ เป็นต้น

ตามแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ ออทิพย์ (2535)<sup>6</sup> ได้สรุปประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการลงทุนโดยตรงต่างประเทศ ดังนี้

1) การลดต้นทุนการผลิตจากการเข้าถึงทรัพยากรราคาถูก อาทิเช่น การเข้าถึงแหล่งแรงงานที่มีราคาถูก เนื่องจากประเทศผู้รับทุน (Host Country) จะมีจำนวนประชากรมาก ทำให้อัตรากำลังค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประเทศเจ้าของทุน (Home Country) หรือการลดต้นทุนด้านค่าขนส่ง เป็นต้น

2) การเข้าถึงแหล่งตลาดที่จะระบายสินค้าให้แก่ประเทศเจ้าของทุน โดยเฉพาะในประเทศที่มีจำนวนประชากรมาก เช่น ในประเทศสาธารณรัฐประชาชนจีน พบว่า ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาเงินทุนจากต่างชาติไหลเข้าไปลงทุนมาก ขณะเดียวกันในประเทศจีนเองก็มีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจค่อนข้างสูงจึงเป็นแรงเสริมให้ต่างชาติเข้าไปลงทุนมากยิ่งขึ้น

3) การได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากประเทศผู้รับทุน โดยนโยบายของประเทศผู้รับทุนมีนโยบายสนับสนุนให้ต่างชาติเข้ามาลงทุน เช่น การยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลในระยะเวลาหนึ่ง การลดอากรขาเข้าแก่เครื่องมือ เครื่องจักร การกีดกันสินค้านำเข้าที่จะแข่งขันกับสินค้าที่ทำการผลิต การคุ้มครองทรัพย์สินทางปัญญา และการนำผลกำไรกลับคืนประเทศ ดังเช่นกรณีประเทศไทยก็มี การให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่นักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในประเทศ ผ่านสิทธิประโยชน์ของ BOI เป็นต้น

4) การลดการต่อต้านสินค้าที่ผลิตจากต่างประเทศ ในบางประเทศจะมีความเป็นชาตินิยมสูง

<sup>5</sup> Schneider, Friedrich and Bruno S. Frey. 1985. "Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment." World Development 13(2): 161-175.

<sup>6</sup> ออทิพย์ ราษฎร์นิยม, "เศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศเบื้องต้น", มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ ประสานมิตร, 2532

อาจต่อต้านสินค้าที่มาจากต่างประเทศผ่านทั้งด้านสังคม หรือด้านการกีดกันทางการค้าจากอัตราภาษีนำเข้าที่สูง ดังนั้น การเข้าไปลงทุนสร้างฐานการผลิตก็จะเป็นการลดอุปสรรคดังกล่าว และช่วยให้สามารถผลักดันสินค้าสู่ตลาดภายในประเทศของผู้รับทุนได้ง่ายขึ้น

5) การเข้าถึงเทคโนโลยีและความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ เช่น ในบางกรณีการเข้าไปลงทุนผ่านการร่วมทุนหรือการเข้าไปซื้อกิจการ (Merger and Acquisition) ในต่างประเทศ นอกจากจะเป็นการเพิ่มความได้เปรียบทางเชิงกลยุทธ์ด้านการตลาด แต่จะเป็นการเข้าถึงเทคโนโลยีหรือสิทธิบัตร เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน อาทิเช่น การเข้าไปลงทุนของบริษัทรถยนต์มาเลเซียโปรตอนในบริษัทผลิตรถยนต์ไอต์สของอังกฤษ กองทุนเพื่อความมั่งคั่งแห่งชาติอาบูดาบีเข้าลงทุนในบริษัทผลิตรถยนต์ Ferrari เพื่อไปสู่การสร้างสวนสนุก Ferrari หรือเข้าลงทุนในบริษัทผู้ผลิตสินค้าอิเล็กทรอนิกส์อย่าง GE เพื่อสร้างความสัมพันธ์เพื่อต่อยอดการลงทุนในอุตสาหกรรมทางการแพทย์ (Medical Technology) และพลังงานสะอาด (Clean Energy) เป็นต้น

ประโยชน์ต่าง ๆ นี้เป็นประโยชน์ผ่านทางการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ช่องทางการลงทุนต่างประเทศสามารถดำเนินการผ่านการลงทุนในหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ซึ่งประโยชน์ในการเกิดการกระจายความเสี่ยงด้านการลงทุน การลงทุนเพื่อรับประโยชน์จากการขยายตัวของเศรษฐกิจที่สูงในต่างประเทศ หรือแม้แต่การป้องกันความเสี่ยงของการบริโภคนั้น เป็นต้น

#### 6) การกระจายความเสี่ยงของการลงทุนระหว่างประเทศ

Markowitz (1952)<sup>7</sup> ได้ศึกษาพบว่า การลงทุนเพิ่มหลักทรัพย์เข้าไปในพอร์ตการลงทุน โดยความสัมพันธ์ของหลักทรัพย์ดังกล่าวกับหลักทรัพย์อื่นที่อยู่ในพอร์ตอยู่ในระดับที่ต่ำจะสามารถลดความเสี่ยงหรือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนได้ และยิ่งความสัมพันธ์ระหว่างกันของหลักทรัพย์น้อยลงเท่าใด ก็ยิ่งทำให้ความเสี่ยงของผลตอบแทนของพอร์ตลดลงยิ่งขึ้น กล่าวโดยละเอียด คือ ความเสี่ยงนั้นสามารถแบ่งออกเป็นสองประเภท ได้แก่ ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยที่มาจากตัวประเภทรุทกิจเองและปัจจัยภายนอกที่มาจากปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น วิกฤติเศรษฐกิจการเงินในยุโรป เป็นต้น

## 2.3 แนวคิดความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศ

โดยทั่วไปความเสี่ยงจากการลงทุน (Investment Risk) หมายถึง ความไม่แน่นอนที่ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนนั้นคลาดเคลื่อนหรือสูญเสียไปจากความคาดหวังที่จะได้รับ ซึ่งสามารถวัดได้โดยช่วงของผลตอบแทน หากช่วงผลตอบแทนที่อาจจะเกิดขึ้นระหว่างผลตอบแทนที่สูงสุดและต่ำสุดนี้ยิ่งกว้างขวางขึ้นเพียงใดความไม่แน่นอนของผลตอบแทนในอนาคตก็มากขึ้นเท่านั้น

<sup>7</sup> Markowitz, H.M. "Portfolio Selection". The Journal of Finance 7 (1): 77-91, March 1952

เครื่องชี้วัดความเสี่ยงโดยทั่วไปของความเสี่ยงจากการลงทุนตามวิธีทางสถิติ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และความแปรปรวน (Variance) ของอัตราผลตอบแทน โดยเครื่องชี้ความเสี่ยงนี้เป็นมาตรวัดการกระจายตัวของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสที่อัตราผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นจริงไม่เป็นไปตามอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ หากค่าความเบี่ยงเบนนี้มีค่าในระดับสูงก็จะแสดงขึ้นการกระจายตัวของผลตอบแทนที่คาดหวังสูงขึ้นเท่านั้น ซึ่งก็แสดงว่าความเสี่ยงของการลงทุนดังกล่าวก็สูงขึ้นตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในบางกรณีอาจจะไม่ใช่เครื่องมือที่เหมาะสมในการวัดความเสี่ยง เนื่องจากการกระจายตัวของผลตอบแทน (Return Distribution) ไม่ใช่การกระจายตัวแบบสมมาตร ซึ่งเป็นคุณสมบัติที่สำคัญของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งอาจจะทำให้ค่าความเสี่ยงจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงหรือต่ำกว่าความเป็นจริงได้

โดยทั่วไปความเสี่ยงจากการลงทุนที่นักลงทุนจะต้องเผชิญ ซึ่งอาจจะได้ทั้งความเสี่ยงที่สามารถบริหารจัดการได้จากการกระจายการลงทุน ซึ่งทางทฤษฎีเราเรียกความเสี่ยงดังกล่าวว่าเป็น Unsystemic Risk อย่างไรก็ตาม ก็จะมีความเสี่ยงบางส่วนที่ไม่สามารถบริหารจัดการความเสี่ยงได้ และนักลงทุนทุกรายต้องเผชิญ คือ ความเสี่ยงจากระบบ (Systemic Risk) โดยความเสี่ยงจากการลงทุนสามารถแบ่งได้ ดังนี้

1) ความเสี่ยงของตลาด (Market Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของตลาดโดยรวมที่หลักทรัพย์ทุกตัวต้องเผชิญ ซึ่งอาจจะเผชิญมากหรือน้อยแตกต่างกันได้ แต่ความเสี่ยงนี้ไม่สามารถขจัดออกไปได้แม้จะกระจายการลงทุนออกไปแล้วก็ตาม

2) ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความแปรผันของอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะกลุ่มที่ได้รับผลกระทบสูง ได้แก่ ตราสารหนี้ระยะยาวที่มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยคงที่ โดยเมื่ออัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับเพิ่มขึ้นและหากผู้ลงทุนมีความจำเป็นที่จะต้องขายตราสารหรือพันธบัตรที่ลงทุนไว้ในตลาดตราสารหนี้ ผู้ขายก็ต้องเสนออัตราผลตอบแทน (Yield) แก่ผู้สนใจซื้อเท่าเทียมกับระดับดอกเบี้ยปัจจุบัน ดังนั้น ราคาของตราสารจะต้องปรับลดลง

3) ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risk หรือ Default Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากตัวบริษัทนั้น ๆ เองว่าจะจ่ายคืนหนี้หรือปฏิบัติตามภาระผูกพันได้อย่างสมบูรณ์หรือไม่ โดยในการวิเคราะห์สามารถพิจารณาได้จากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) เช่น พื้นฐานทางการเงินความสามารถในการบริหารจัดการ ความสามารถในการทำกำไร ระดับการก่อหนี้ความสามารถในการชำระหนี้หรือส่วนแบ่งการตลาด เป็นต้น อย่างไรก็ตามในการวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านเครดิตอาจจะใช้ข้อมูลจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยบริษัทซึ่งทำหน้าที่ให้บริการจัดอันดับคุณภาพและความเสี่ยงของตราสารประเภทหนี้หรือของบริษัทหรือองค์กรต่าง ๆ โดยในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ จะพิจารณาระดับความสามารถของบริษัทผู้ออกตราสารที่จะชำระคืนเงินต้น และชำระดอกเบี้ยได้ตามเวลาและเงื่อนไขที่กำหนดไว้ ผลการจัดอันดับจะเผยแพร่ให้คนทั่วไปได้ทราบเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนหรือประโยชน์อย่างอื่น อันดับความน่าเชื่อถือจะแสดงเป็นสัญลักษณ์ตัวอักษร โดยเริ่มจากความน่าเชื่อถือระดับ

สูงสุดไปจนถึงระดับต่ำสุด อย่างไรก็ตาม Katz (2009)<sup>8</sup> ผลจากการปัญหาวิกฤติ Subprime ในช่วงที่ผ่านมาได้แสดงให้เห็นว่าปัญหาจากการใช้ข้อมูลการจัดอันดับความน่าเชื่อถืออาจจะไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอเนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถืออาจจะไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงที่แท้จริง และการวิเคราะห์และการปรับอันดับความน่าเชื่อถือ อาจจะไม่ได้นับต่อเหตุการณ์ ซึ่งทำให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุน และเป็นส่วนหนึ่งของสาเหตุที่ทำให้เกิดวิกฤตการเงินที่ผ่านมา และชี้ให้เห็นว่าควรปรับปรุงโครงสร้างของการจัดอันดับความน่าเชื่อถือประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น

4) ความเสี่ยงจากธุรกิจ (Business Risk หรือ Industry Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากลักษณะของกลุ่มธุรกิจ หรืออุตสาหกรรมดังกล่าว ซึ่งอาจจะส่งผลต่อการลงทุนราคาของหลักทรัพย์ที่ลงทุนได้

ความเสี่ยงที่กล่าวมาข้างต้น เป็นความเสี่ยงพื้นฐานที่จะเกิดขึ้นจากการลงทุน อย่างไรก็ตาม ในการลงทุนในต่างประเทศ นอกจากจะเผชิญความเสี่ยงจากการลงทุนที่กล่าวมาแล้ว ยังมีความเสี่ยงอื่น ๆ ที่จะต้องพิจารณาเพิ่ม โดย Errunza and Losq (1987)<sup>9</sup> ได้ชี้ประเภทความเสี่ยงในการลงทุนในต่างประเทศที่นักลงทุนต้องได้รับ ได้แก่ ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ความเสี่ยงทางการเมืองรวม ความเสี่ยงด้านนโยบายของประเทศที่ไปลงทุน

5) ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนในการลงทุนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนปกติสินทรัพย์ต่างประเทศของประเทศใดมักจะถูกซื้อในหน่วยเงินตราของประเทศนั้น ทำให้นักลงทุนต้องเจอกับความไม่แน่นอนของอัตราแลกเปลี่ยนหรือค่าเงินของหน่วยเงินตรานั้น Roon, Eiling, Hillion and Gerard (2009)<sup>10</sup> ได้อธิบายถึง ความเสี่ยงในการลงทุนในหุ้นในต่างประเทศว่า ผลตอบแทนของหุ้นต่างประเทศจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนและอุตสาหกรรมของหุ้นเหล่านั้น ทั้งนี้ ปัจจัยเหล่านี้มีความสำคัญระดับประเทศของตัวหุ้นเหล่านั้น เช่น อัตราแลกเปลี่ยนย่อมได้รับผลกระทบมาจากอัตราดอกเบี้ย อำนาจซื้อโดยเปรียบเทียบ เป็นต้น ประกอบกับภาคอุตสาหกรรมในประเทศของบริษัทที่ออกหุ้นเหล่านั้นย่อมส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานและผลกำไรขาดทุนของบริษัทในภาคอุตสาหกรรมเดียวกัน ทั้งนี้ ความผันผวนของปัจจัยเหล่านี้ถูกส่งผลกระทบจากการบูรณาการทางตลาดเงินระดับโลกเช่นเดียวกัน โดยสำหรับการลงทุนในหุ้นต่างประเทศ ความเสี่ยงของค่าเงินคิดเป็นร้อยละ 10 - 15 ของความเสี่ยงทั้งหมด แต่ความเสี่ยงอาจจะมากขึ้นสำหรับพันธบัตร ความเสี่ยงของค่าเงินสามารถถูกทำให้หมดไปได้ โดยการลงทุน

<sup>8</sup> Jonathan Katz, Credit Rating Agency: No Easy Regulatory Solution, World Bank Crisis Response Note 8, October 2009

<sup>9</sup> Cite from Cosset, Jean-Claude; Suret, Jean-Marc. Journal of International Business Studies | June 22, 1995. Available at <http://business.highbeam.com/603/article-1G1-18256349/political-risk-and-benefits-international-portfolio>

<sup>10</sup> De Roon, Frans A., Eiling, Esther, Hillion, Pierre and Gerard, Bruno, International Portfolio Diversification: Currency, Industry and Country Effects Revisited (December 2009). EFA 2002 Berlin. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302353> or doi:10.2139/ssrn.302353



ในหลักทรัพย์ที่มีหน่วยเงินตราแตกต่างกัน และหน่วยเงินตราเหล่านี้ควรมีความสัมพันธ์กันต่ำ ความเสี่ยงของค่าเงินสามารถแยกออกได้เป็นความไม่แน่นอนของค่าเงินและความสัมพันธ์กันระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและผลตอบแทนจากการลงทุนในหน่วยเงินท้องถิ่น โดยทั่วไปพบว่าสำหรับค่าเงินที่เป็นสกุลหลัก อัตราแลกเปลี่ยนและตลาดหุ้นมักจะมีทิศทางเดียวกันในช่วงเวลาสั้น ๆ

แต่อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาในหลาย ๆ งานวิจัยพบว่า ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไม่ได้ทำให้ผลตอบแทนโดยรวมของพอร์ตลดลง เนื่องมาจากประโยชน์ของการกระจายการลงทุนและยังทำให้ความเสี่ยงของพอร์ตโดยรวมลดลงอีกด้วยในการกระจายการลงทุน เราสามารถลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนได้โดยการป้องกันความเสี่ยงผ่านการซื้อหรือขายสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเงินตรา ซึ่งโดยทั่วไปจะมีอายุสัญญาน้อยกว่าหนึ่งปี แต่อัตราส่วนการลงทุนสำหรับการป้องกันความเสี่ยงที่เหมาะสมยังคงเป็นที่ถกเถียง นักวิจัยบางคนพบว่าการป้องกันความเสี่ยงของค่าเงินสามารถลดความเสี่ยงของพอร์ตโดยรวมได้ในระยะสั้น แต่กลับเพิ่มความเสี่ยงของพอร์ตในระยะยาว

ทั้งนี้ ความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยน อาจจะต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงข้อบังคับเกี่ยวกับทุนและอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ อาทิเช่น การเปลี่ยนนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน การเก็บภาษีกับเงินทุนไหลเข้า การนำ Capital Control มาใช้ เป็นต้น ซึ่งจะส่งผลการที่บริษัทลูกจะส่งผลกำไรกลับไปบริษัทแม่ หรือการนำเงินลงทุนออกมาจากประเทศที่ลงทุน เป็นต้น

6) ความเสี่ยงด้านการเมือง (Political Risk) หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง แล้วทำให้เงื่อนไขการลงทุนในประเทศต่างไปจากรูปแบบที่เคยคาดไว้แต่เดิม ซึ่งอาจจะสร้างความเสียหายให้เกิดขึ้นกับการลงทุน โดย Popovich (2007)<sup>11</sup> ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของความเสี่ยงทางการเมืองต่อการลงทุนทางตรงของผู้ลงทุนต่างชาติในประเทศรัสเซีย จากผลการศึกษาพบว่า สาเหตุหนึ่งของการที่นักลงทุนทางตรงต่างชาติไม่ต้องการที่จะเข้ามาลงทุนในรัสเซีย อันเนื่องมาจากความเสี่ยงทางการเมือง ทั้งนี้ ระบบทางการเมืองของรัสเซียจริงอยู่ยังไม่มีเสถียรภาพที่มั่นคงพอ อีกทั้งมีการตัดสินใจผิดพลาดในนโยบายการดำเนินงานในอดีตให้เห็นทำให้นักลงทุนไม่มีความเชื่อมั่นพอที่จะเสี่ยงเข้ามาลงทุนในประเทศรัสเซีย นอกจากนี้กฎระเบียบของระบบเศรษฐกิจในท้องถิ่นยังไม่มีมาตรฐานที่ทำให้ให้นักลงทุนเชื่อถือ ดังนั้น นักลงทุนทางตรงจากต่างประเทศจึงชะลอการลงทุนในประเทศรัสเซีย

นอกจากนี้ Busse และ Hefeker (2005)<sup>12</sup> ได้ศึกษาถึงปัจจัยของความเสี่ยงทางการเมืองที่ทำให้ให้นักลงทุนทางตรงในต่างประเทศพิจารณาถึงความเป็นไปได้ในการที่จะตัดสินใจลงทุนปัจจัยเหล่านั้นได้แก่ เสถียรภาพที่มั่นคงของรัฐบาลประเทศนั้น ๆ การไม่มีซึ่งความขัดแย้งภายในประเทศ สิทธิโดยชอบ

<sup>11</sup> Popovich, Andrey, Investing in Emerging Markets: Finding Out how Political Risk Influences FDI in Russia (April 20, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=996414>

<sup>12</sup> Busse, Matthias and Hefeker, Carsten, Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment (April 2005). HWWA Discussion Paper No. 315. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=704283>

ทางประชาธิปไตยและกฎหมายมีความสำคัญเป็นอย่างยิ่งสำหรับนโยบายที่สามารถดึงดูดนักลงทุนทางตรงให้เข้าไปลงทุนในประเทศนั้น ๆ ได้ อีกประเทศที่เห็นได้ชัดถึงความมีศักยภาพในการเติบโตทางเศรษฐกิจนั่นคือ ประเทศจีน นักลงทุนทางตรงหลายประเทศให้ความสนใจและอยากจะเข้าไปลงทุนในประเทศจีนเนื่องจากเล็งเห็นถึงข้อได้เปรียบทางด้านฐานการผลิต เช่น ต้นทุนแรงงานและทรัพยากรที่มีราคาถูก แต่ทว่าบทบาททางการเมืองของจีนและความเสี่ยงทางเศรษฐกิจนั้นยังมีอยู่ ดังที่ได้อธิบายไว้โดย Cheng (2009)<sup>13</sup> อีกกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่น่าสนใจคือประเทศแถบภูมิภาคตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือที่มีศักยภาพในการเติบโตแต่สัดส่วนของการลงทุนทางตรงโดยต่างประเทศนั้นยังมีน้อยอยู่เนื่องจากปัจจัยความเสี่ยงต่าง ๆ จากการศึกษาก่อนหน้านี้ของ Chan และ Gemayel (Chan and Gemayel, 2004)<sup>14</sup> ได้อธิบายไว้ว่า ความเสี่ยงที่ไม่คงที่ที่ทำให้การตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนมีความคลาดเคลื่อนได้ ความเสี่ยงในที่นี้ได้แก่ ความเสี่ยงทางด้านเศรษฐกิจ การเงินและการเมืองในแถบประเทศตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ ประเทศเหล่านี้สามารถดึงดูดนักลงทุนต่างชาติให้มาลงทุนทางตรงในประเทศได้ หากสามารถทำให้ความผันผวนในความเสี่ยงในการลงทุนน้อยลง ซึ่งหมายถึงภาครัฐจะต้องมีความมั่นคงในนโยบายลดความผันผวนทางความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนและการเงินภายในประเทศ ลดความขัดแย้งทางการเมืองและเหตุการณ์ไม่สงบต่าง ๆ

จากการศึกษาต่าง ๆ ข้างต้น จะเห็นได้ว่าความเสี่ยงทางด้านนโยบายและเสถียรภาพทางการเมืองของประเทศที่จะไปลงทุนนั้นเป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนทางตรงในต่างประเทศให้ความสำคัญเป็นพิเศษ ถึงแม้ประเทศเหล่านั้นจะมีข้อได้เปรียบทางการลงทุนต่าง ๆ เช่น ค่าแรงถูก ทรัพยากรมาก วัตถุดิบมีราคาต่ำ แต่หากประเทศเหล่านั้นมีความเสี่ยงในระดับมหภาค (ความเสี่ยงของประเทศทั้งทางด้าน เศรษฐกิจ การเงิน นโยบายการลงทุน การเมือง) นักลงทุนทางตรงในต่างประเทศโดยส่วนใหญ่อาจจะเลือกไปลงทุนในประเทศที่มีความเสี่ยงทางด้านนี้น้อยกว่า ถึงแม้ต้นทุนการผลิตจะไม่ต่ำเท่ากับประเทศที่มีความเสี่ยงสูงก็ตาม ความเสี่ยงในการโยกย้ายเงินทุน ความเสี่ยงในการดำเนินกิจการ ความเสี่ยงจากการถูกจำกัดสิทธิในการเป็นเจ้าของ และอาจรวมไปถึง การควบคุมอัตราแลกเปลี่ยน การยึดคืนทรัพย์สิน การเปลี่ยนแปลงนโยบายภาษีหรือการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจของประเทศ อาจกล่าวได้ว่า ความเสี่ยงของประเทศคู่สัญญาเป็นนโยบายของรัฐบาลท้องถิ่นที่ทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงของการลงทุนจากต่างประเทศลดลง หรือทำให้การจ่ายเงินปันผล ดอกเบี้ย และเงินต้นให้แก่ผู้ลงทุนจากต่างประเทศลดลง อาจรวมไปถึงความเสี่ยงจากการผิดชำระหนี้อันเนื่องมาจากการกระทำของรัฐบาล หรือจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจและการเมืองในประเทศที่เข้าไปลงทุน ในการจัดการกับความเสี่ยงนี้

<sup>13</sup> Cheng William, The Return And Risk Of Foreign Direct Investment In China (Feb 27, 2009). Available at <http://www.articlesbase.com/investing-articles/the-return-and-risk-of-foreign-direct-investment-in-china-793553.html>

<sup>14</sup> Chan Kitty K., and Gemeyel Edward R., Risk Instability and the Pattern of Foreign Direct Investment in the Middle East and North Africa Region (August 2004). IMF Working Paper, WP/04/139

นักลงทุนต้องประเมินและคาดการณ์อนาคตทางเศรษฐกิจ การเมือง และความสามารถในการจ่ายหนี้  
ล้างชำระของประเทศที่จะเข้าไปลงทุนให้รอบคอบ

นอกจากนี้ นักลงทุนควรประเมินการเข้าไปแทรกแซงธุรกิจเอกชนโดยภาครัฐ ความสามารถ  
ของแรงงาน ทรัพยากรธรรมชาติภายในประเทศ โครงสร้าง ขนาด และสภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์  
รวมไปถึงข้อจำกัดเชิงข้อมูล ข้อมูลในทางการเงินของบริษัทต่างประเทศอาจมีอยู่จำกัด และอาจยากต่อ  
การทำความเข้าใจเนื่องมาจากหลักการปฏิบัติที่ไม่เป็นสากล อีกทั้งปัญหาเรื่องบรรษัทภิบาลและการปฏิบัติ  
ต่อผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่เป็นชาวต่างชาติ

จากที่กล่าวในข้างต้นจะพบว่าการลงทุนในต่างประเทศนั้นเพิ่มโอกาสให้นักลงทุนได้ผลประโยชน์  
เพิ่มมากขึ้นกว่าการลงทุนในประเทศ แต่ต้องมีการลงทุนที่ระมัดระวังในแง่ปัจจัยต่าง ๆ เกี่ยวกับปัญหาและ  
ปัจจัยต่าง ๆ ที่เกิดในประเทศนั้นที่จะเข้าไปลงทุน แต่อย่างไรก็ดี การลงทุนในต่างประเทศก็ยังไม่ได้เป็นที่  
นิยมมากนักจากผลการสำรวจทางสถิติจะเห็นได้ว่านักลงทุนส่วนใหญ่ก็ยังเลือกที่จะลงทุนภายในประเทศ  
เป็นหลัก ซึ่ง Lewis and Karen (1999) ได้ค้นพบว่าตั้งแต่ปี 1970 เป็นต้นมา สัดส่วนของการถือครองและ  
ลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศโดยนักลงทุนภายในประเทศนั้นค่อนข้างต่ำกว่ามาตรฐานที่คาดการณ์ไว้  
ซึ่งสาเหตุที่เลือกลงทุนภายในประเทศเป็นหลักก็มีหลายเหตุผลสามารถจำแนกได้ดังต่อไปนี้

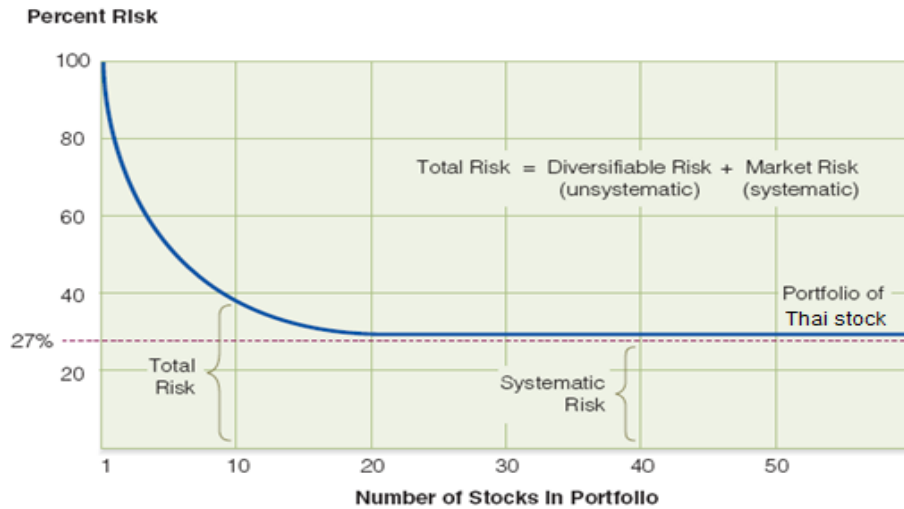
(1) อุปสรรคในการลงทุนต่างประเทศ (Barriers to International Investment) นักลงทุนมักจะ  
แสวงหาผลตอบแทนที่สูง นั่นหมายถึงว่าต้นทุนในการลงทุนควรที่จะไม่สูงเกินไป อุปสรรคในการลงทุน  
ต่างประเทศ ส่วนใหญ่จึงมักเกี่ยวเนื่องกับต้นทุน การขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับประเทศนั้น ๆ ในแง่  
ต่าง ๆ เช่น การควบคุมเงินตรา (Capital Control) ต้นทุนในการดำเนินธุรกรรม (Relative Trading Cost)  
กฎเกณฑ์เกี่ยวกับการจ่ายภาษี (Differential Tax Treatment) เป็นต้น ทำให้นักลงทุนต้องประสบกับ  
ปัญหาการขาดทุนเนื่องจากต้นทุนที่สูงในการลงทุน

(2) ข้อมูลที่ได้รับอาจจะไม่เท่าเทียมกัน (Information Asymmetries) ข้อมูลในการลงทุน  
เป็นสิ่งสำคัญสำหรับนักลงทุน หากมีข้อมูลในมือไม่เพียงพอก็อาจจะส่งผลต่อการตัดสินใจที่ผิดพลาด  
และส่งผลในต้นทุนสูงและผลตอบแทนที่ได้ในการไปลงทุนในต่างประเทศอาจจะต่ำกว่าการลงทุน  
ภายในประเทศ

(3) วัฒนธรรมและภาษาและพฤติกรรมการลงทุน จากผลการศึกษาของ Grinblatt and Keloharju  
(2001) พบว่า นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะลงทุนในสินทรัพย์ของบริษัทที่ใช้ภาษาที่ตัวเองคุ้นเคยมากกว่า  
ดังตัวอย่างจากการศึกษาทางด้านสถิติพบว่านักลงทุนที่สามารถพูดภาษาสวีดิชได้ก็เลือกที่จะลงทุน  
ในบริษัทที่มีการออกรายงานประจำปี รวมถึงมีผู้บริหารที่สามารถพูดภาษาสวีดิชได้ดี

(4) ความเสี่ยงที่เกิดจากการผันผวนทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน การลงทุนในต่างประเทศทำ  
ให้นักลงทุนต้องเผชิญกับความผันผวนทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจะกระทบต่อผลตอบแทนที่นักลงทุน  
จะได้รับ ดังนั้น นักลงทุนจึงมุ่งการลงทุนไปในยังประเทศที่มีค่าเงินที่มีเสถียรภาพและเป็นที่นิยม ซึ่งหากมี  
การเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นด้านค่าเงินอาจจะไม่ได้มีการผันผวนมากนัก

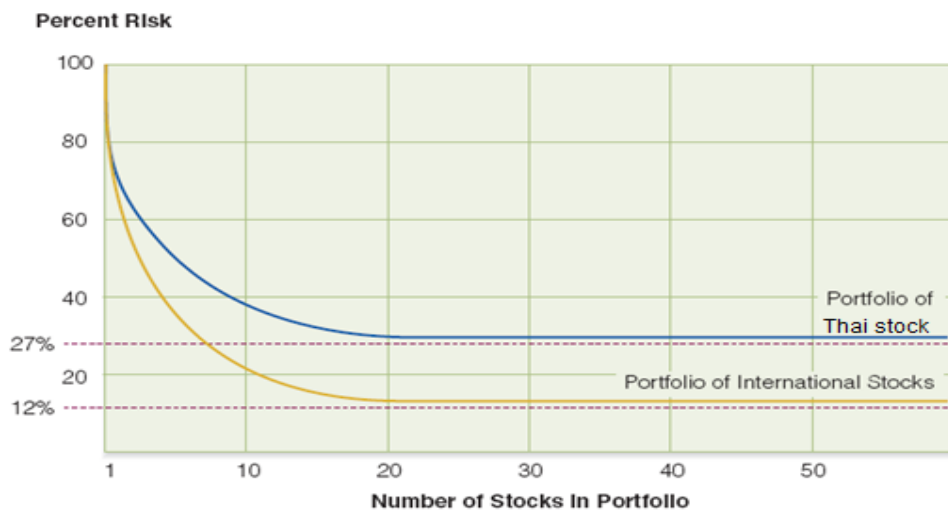
## แผนภาพที่ 2.1 ความสัมพันธ์ของความเสี่ยงโดยรวมลดลงจากการลงทุนแบบกระจายความเสี่ยง



ที่มา : Eun and Resnick (2008), “International Financial Management”, 4<sup>th</sup> Edition

แต่กระนั้นการลงทุนภายในประเทศ ผู้ลงทุนอาจจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของตลาดในประเทศนั้น ๆ หากผู้ลงทุนต้องการลดความเสี่ยงอาจจะมีทางเลือกการลงทุนไปในตลาดต่างประเทศ นักลงทุนจะสามารถลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นได้ เทียบกับการลงทุนในประเทศเพียงประเทศเดียว แต่อย่างไรก็ตาม นักลงทุนอาจจะต้องมีความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศนั้น ๆ

## แผนภาพที่ 2.2 ความเสี่ยงการลงทุนแบบกระจายความเสี่ยงภายในประเทศและในต่างประเทศ

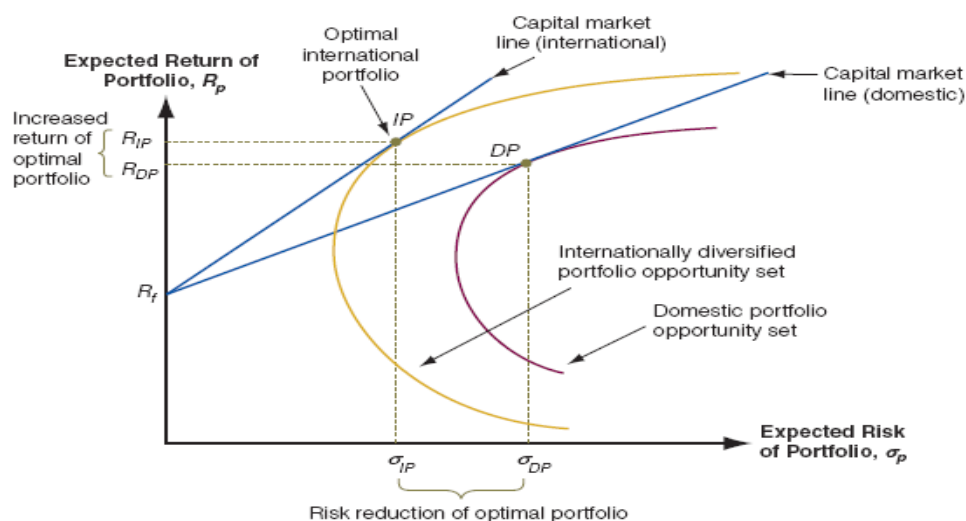


ที่มา : Eun and Resnick (2008), “International Financial Management”, 4<sup>th</sup> edition

ในการกระจายความเสี่ยงโดยการลงทุนในหลักทรัพย์ที่หลากหลายนี้ ผู้ที่ลงทุนในตลาดระหว่างประเทศจะมีทางเลือกในการลงทุนได้หลากหลาย อาทิ หุ้น พันธบัตร หรือหลักทรัพย์ของประเทศอื่น ๆ ทำให้สามารถกระจายความเสี่ยงและลดความเสี่ยงของพอร์ตโดยรวมได้มากขึ้นจากการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศที่มีความสัมพันธ์ในระดับต่ำกับพอร์ตการลงทุนในประเทศ และโดยทั่วไปแล้วความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ของประเทศอื่นกับหลักทรัพย์ในประเทศ จะต่ำกว่าความสัมพันธ์ระหว่างหลักทรัพย์ในประเทศเดียวกันสืบเนื่องมาจากหลักทรัพย์ในประเทศเดียวกันได้รับผลกระทบจากนโยบายเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นนโยบายการเงิน การคลัง การค้า ภาษี หรืออุตสาหกรรมที่เหมือน ๆ กัน แต่กรณีลงทุนต่างประเทศจะพบว่าอาจจะมียุทธศาสตร์และปัจจัยด้านอื่น ๆ ของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน ดังนั้น การลงทุนในหลักทรัพย์ที่หลากหลายทั้งในและต่างประเทศย่อมทำให้เกิดการกระจายความเสี่ยงได้มากกว่า

สำหรับการลงทุนในต่างประเทศนี้ สามารถช่วยในการลดความเสี่ยงได้มากกว่าการลงทุนภายในประเทศเพียงอย่างเดียว ดังแผนภูมิรูปภาพด้านล่าง จะเห็นได้ว่าหากนักลงทุนมีการลงทุนแบบกระจายความเสี่ยงในต่างประเทศ นอกจากผู้ลงทุนจะสามารถลดความเสี่ยงได้แล้วยังจะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้นเมื่อเทียบกับการลงทุนภายในประเทศอย่างเดียว สาเหตุที่เป็นเช่นนี้ เนื่องจากนักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศที่มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้าม ( $Beta = -1$ ) กับสินทรัพย์ภายในประเทศ ซึ่งจะสามารถสร้างพอร์ตการลงทุนระหว่างประเทศ (International Diversified Portfolio Opportunity Set) ที่ให้ผลตอบแทนและความเสี่ยงดีกว่าพอร์ตการลงทุนที่จำกัดเฉพาะการลงทุนภายในประเทศ (Domestic Portfolio Opportunity Set) ได้

แผนภาพที่ 2.3 ผลตอบแทนที่เพิ่มมากขึ้นจากการกระจายการลงทุนไปในต่างประเทศ

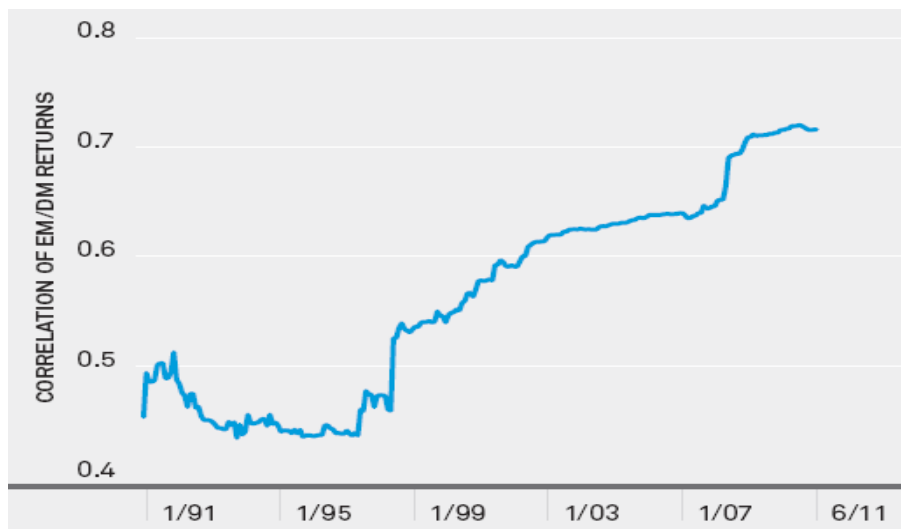


ที่มา : Eun and Resnick (2008), “International Financial Management”, 4<sup>th</sup> edition

Griffin/Stulz (2001)<sup>15</sup> พบว่า ปัจจัยที่ทำให้การกระจายการลงทุนระหว่างประเทศได้ผลตอบแทนที่ดี เนื่องมาจากระบบเศรษฐกิจการเมืองที่แตกต่างของแต่ละประเทศ มากกว่าการลงทุนในอุตสาหกรรมที่หลากหลาย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเศรษฐกิจโลกมีการบูรณาการเข้าหากันมากขึ้น ความสามารถในการกระจายความเสี่ยงโดยการลงทุนในประเทศต่าง ๆ อาจจะลดลง นักวิชาการจึงได้หันไปให้ความสนใจกับการกระจายความเสี่ยงโดยการลงทุนในหลักทรัพย์หลากหลายประเภทจากการศึกษาที่พบว่าการลงทุนทั้งในหุ้นและพันธบัตรระหว่างประเทศ ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าทั้งการลงทุนในหุ้นต่างประเทศ หรือพันธบัตรต่างประเทศเพียงอย่างเดียว หรือการลงทุนในหุ้นหรือพันธบัตรในประเทศเพียงอย่างเดียว

อย่างไรก็ตาม Keating and Natella (2010)<sup>16</sup> พบว่า ในช่วงเวลาที่ผ่านมามีโลกาภิวัตน์ตลาดเงินตลาดทุนที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นก็ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนของตลาดประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Markets) และตลาดประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Markets) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น ดังนั้น ประโยชน์ที่จะได้จากการกระจายความเสี่ยงจากการเพิ่มหลักทรัพย์ต่างประเทศเข้าไปในพอร์ตการลงทุน ก็อาจจะไม่ช่วยให้ความเสี่ยงหรือค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของพอร์ตการลงทุนลดลงได้มากเหมือนที่เคยเกิดขึ้นในอดีต

#### แผนภาพที่ 2.4 Correlation Between Markets, 1991-2011



ที่มา : BlackRock Investment Institute (2011), “Are Emerging Markets the Next Developed Markets?”

<sup>15</sup> Griffin/Stulz (2001)

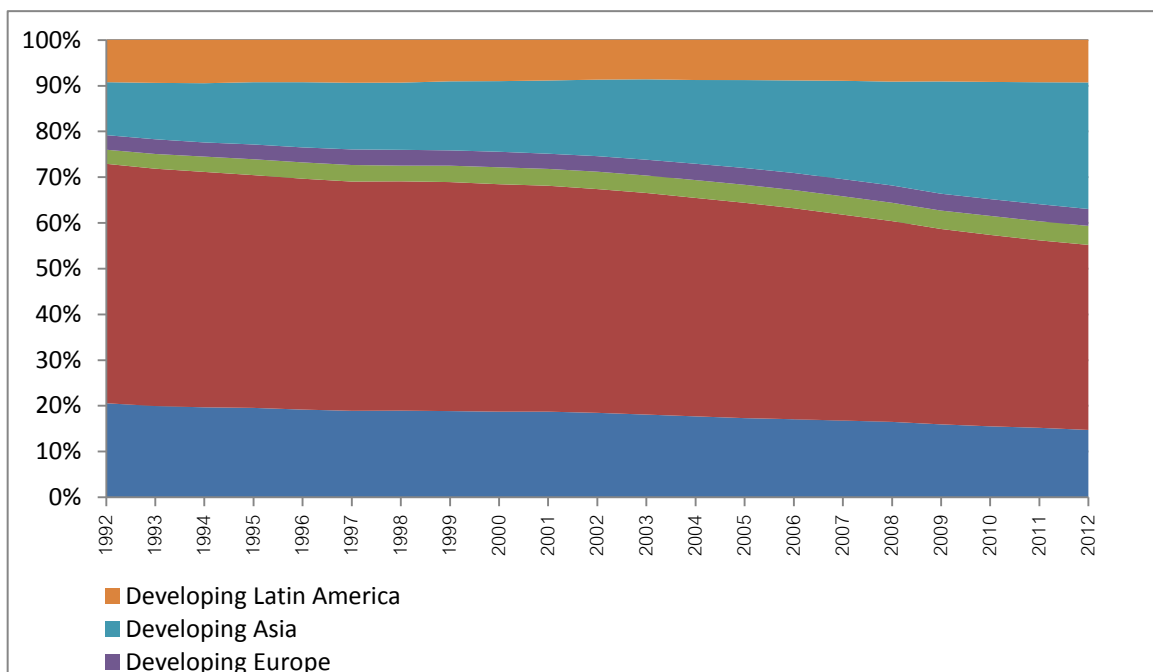
<sup>16</sup> Keating, Giles and Stefano Natella, (2010), Global Investment Returns Yearbook 2010, Credit Suisse Research Institute, February

## 7) การมีส่วนร่วมในการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศอื่น

การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วโดยทั่ว ๆ ไปมักจะเกิดควบคู่ไปกับการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาดทุนภายในประเทศ การลงทุนระหว่างประเทศ ทำให้นักลงทุนสามารถมีส่วนร่วมในการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศอื่น ๆ ผ่านการซื้อหลักทรัพย์ในตลาดทุนระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในตลาดเกิดใหม่ในทวีปยุโรป ละตินอเมริกา เอเชีย ตะวันออกกลาง และแอฟริกา อ้างอิงจากข้อมูลของธนาคารโลก ประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่จะมีรายได้อยู่ในระดับต่ำหรือปานกลาง แต่มีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในระดับสูงตัวอย่างของประเทศเหล่านี้ได้แก่ เม็กซิโก ตุรกี เกาหลี และไต้หวัน

การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ ทำให้ตลาดทางการเงินในประเทศเหล่านี้เกิดการขยายตัวอย่างมาก นักลงทุนได้รับผลตอบแทนเป็นจำนวนหลายเท่าของมูลค่าหลักทรัพย์ที่ถือครองภายในเวลาไม่กี่ปี นอกจากประเทศที่เป็นตลาดเกิดใหม่เหล่านี้ ผู้ลงทุนควรให้ความสนใจกับประเทศที่พัฒนาแล้วหรือประเทศอุตสาหกรรมอย่าง ญี่ปุ่น เดนมาร์ก หรือเนเธอร์แลนด์ เนื่องจากประเทศเหล่านี้ นอกจากจะมีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในระดับสูงแล้ว ยังมีเสถียรภาพทางการเมืองในระดับที่สูงด้วยเช่นกัน ส่งผลให้สัดส่วนของเศรษฐกิจประเทศเกิดใหม่มีสัดส่วนที่ใหญ่ขึ้นในเศรษฐกิจโลก ขณะที่สัดส่วนของเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วกลับมีสัดส่วนที่ปรับลดลงจากช่วงทศวรรษที่ 90 อย่างชัดเจน

แผนภาพที่ 2.5 สัดส่วนเศรษฐกิจของกลุ่มเศรษฐกิจต่าง ๆ กับเศรษฐกิจโลก



ที่มา : IMF World Economic Outlook Database (October 2012)

## 2.4 งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนระหว่างประเทศ

จากกรณีศึกษาโดย Yao, Sutherland and Chen (2010)<sup>17</sup> ในเรื่องของการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศของประเทศจีนที่ไปลงทุนในประเทศออสเตรเลียโดยบริษัทไชนัลโก (Chinalco) และริโอตินโต (Rio Tinto) ทั้งนี้ จากการรวบรวมกิจการแร่เหล็กซึ่งไชนัลโกไม่ยอมเสียความเป็นผู้นำในตลาดโลกไป จึงได้ทำการควบรวมกับริโอตินโต ซึ่งมีหนี้สินมากจากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2008 การเข้าไปลงทุนโดยตรงในประเทศออสเตรเลียนี้ เพื่อการมองหาทรัพยากรแร่เหล็กเพิ่มมากขึ้นสำหรับจีนและนำไปสู่ความเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมเหล็กระดับโลก

และการศึกษาของ Lipsey (2002)<sup>18</sup> ได้เปรียบเทียบระหว่างประเทศแม่และบริษัทที่บริษัทประเทศแม่ไปลงทุนโดยตรง และพบว่าประเทศแม่ได้รับผลกระทบจากการไปลงทุนโดยตรงในต่างประเทศในแง่ของค่าแรงที่ต่างประเทศถูกกว่า แต่ผลิตสินค้าได้มากกว่าประเทศแม่เองนั้นก็มีความกังวลในเรื่องของการจ้างงานและการสูญเสียกำลังในการส่งออก เนื่องจากประเทศที่ไปลงทุนโดยตรงนั้นทำได้ดีกว่า เช่น ในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีบริษัทไปลงทุนโดยตรงในต่างประเทศเป็นจำนวนมาก แต่ถึงกระนั้นก็ไม่สามารถสรุปได้ว่าประเทศที่พัฒนาแล้วจะต้องสูญเสียจากสิ่งที่กล่าวมาข้างต้น ประเทศแม่ที่ยังมีเศรษฐกิจมั่นคงถึงแม้ว่าจะมีการไปลงทุนโดยตรงในต่างประเทศเป็นจำนวนมาก ได้แก่ ประเทศญี่ปุ่นและสวีเดน

ในขณะเดียวกัน Vahter and Masso (2007)<sup>19</sup> ได้มีความเห็นสอดคล้องกับ Lipsey ในเรื่องของข้อเสียเปรียบของการไปลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ จากกรณีศึกษาของประเทศเอสโตเนียที่ว่าโรงงานหรืออุตสาหกรรมที่ไปลงทุนในต่างประเทศนั้นมีกำลังผลิตมากกว่าและส่งผลกระทบต่อบริษัทหรืออุตสาหกรรมประเภทเดียวกันในประเทศแม่ ซึ่งส่งผลกระทบโดยตรงทั้งตลาดในประเทศและการส่งออก

จะเห็นได้ว่าการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศนั้นจะต้องพิจารณาปัจจัยด้านต่าง ๆ หลายด้านอาทิเช่น ด้านการเงิน ด้านการตลาด ด้านการเมือง ด้านสังคม รวมถึงด้านวัฒนธรรมเข้าไปพร้อมกัน ขณะที่การลงทุนในหลักทรัพย์ผู้ลงทุนหวังแสวงหาอัตราผลตอบแทนที่ดีที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงของตราสารที่ลงทุน ดังนั้น ปัจจัยความเสี่ยงที่จะต้องพิจารณาที่สำคัญ คือ ความเสี่ยงด้านตลาด (Market

<sup>17</sup> Yao Shujie, Sutherland Dylan, and Chen Jian. "China's Outward FDI and Resource-Seeking Strategy: A Case Study on Chinalco and Rio Tinto", *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 17 (2010), 313–326.

<sup>18</sup> Lipsey, Robert E., (2002), Home and Host Country Effects of FDI", Paper for ISIT Conference on Challenges to Globalization, May 24 to 25

<sup>19</sup> Vahter Priit, Masso Jaan.(2007) *Applied Economics Quarterly* (formerly: *Konjunkturpolitik*), vol. 53, issue 2, pages 165-196



Risk) จากการเปลี่ยนแปลงของราคาเป็นสำคัญ ทำให้การลงทุนจะต้องคำนึงถึงความเสี่ยงด้วย มิใช่คำนึงแต่ด้านผลตอบแทนเพียงอย่างเดียว

โดยสรุป ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนทางตรงในต่างประเทศหรือเป็นการลงทุนในหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ จะเห็นได้ว่ามีปัจจัยที่เหมือนกันและแตกต่างกันอยู่ อาจจะใช้การลงทุนทั้งสองแบบควบคู่กันไปเพื่อสามารถเลือกการลงทุนให้เหมาะสมที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดได้ ดังนั้น จึงต้องมีการศึกษาและวางแผนเป็นอย่างดี ดังเช่นจากการศึกษาของ Pfeffer (2007)<sup>20</sup> การลงทุนในต่างประเทศอย่างเดียวนั้น มีผลดีสำหรับการลงทุนในประเทศที่มีความผันผวนในปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในระดับที่ต่ำ เพราะเนื่องมาจากการลงทุนโดยตรงนั้นนำมาซึ่งการลงทุนเป็นจำนวนมากในต้นทุนคงที่ ซึ่งผลกำไรหรือการคืนทุนนั้นจะเป็นไปในรูปแบบการลงทุนระยะยาว ดังนั้น การลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ จึงไม่เหมาะสมสำหรับประเทศที่มีสถานะความผันผวนที่มีการเปลี่ยนแปลงบ่อย เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในตลาดทุนต่างประเทศที่พิจารณาว่าเป็นการลงทุนในระยะสั้น ไม่มีการลงทุนสูงการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจึงทำได้โดยสะดวกและสามารถกระจายความเสี่ยงได้ดี ดังนั้น การลงทุนประเภทนี้จึงเหมาะสมสำหรับประเทศหรือตลาดที่มีสถานะผันผวนสูง หลังจากการเปรียบเทียบการลงทุนทั้งสองแบบ สามารถสรุปได้ว่าควรใช้กลยุทธ์ในการลงทุนทั้งสองแบบควบคู่กันไป

## 2.5 กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ

### 2.5.1. ความหมายและประเภทของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ

#### 1) ความหมายของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds: SWFs)<sup>21</sup>

กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ แปลมาจากคำว่า “Sovereign Wealth Funds” เรียกโดยย่อว่า “SWF” ได้มีการนิยามกองทุน กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ หลายความหมาย ความหมายอย่างแคบ หมายถึง กองทุนที่รัฐบาลจัดตั้งขึ้นเพื่อบริหารทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserve) ความหมายอย่างกว้าง หมายถึง กองทุนที่รัฐบาลจัดตั้งเพื่อบริหารสินทรัพย์ของภาครัฐทั้งในส่วนของธนาคารชาติ หรือในส่วนของรัฐบาล สำหรับสินทรัพย์ที่รัฐบาลมีอยู่อาจเกิดจากรายได้จากทรัพยากร เช่น น้ำมัน ก๊าซธรรมชาติ หรือแร่ธาตุ เป็นต้น เมื่อทุนสำรองระหว่างประเทศหรือเงินทุนที่รัฐบาลดูแล มีมากเกินไประดับความต้องการก็จะนำไปตั้งกองทุนเพื่อลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ รูปแบบของการลงทุนมี

<sup>20</sup> Pfeffer, Barbara. (2007) FDI and International Portfolio Investment – Complement or Substitutes?, University of Siegen, Aug 21.

<sup>21</sup> IMF. “Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda.” Prepared by Monetary and Capital และเห็นว่ากองทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐทั้งหลาย อาทิ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการและกองทุนประกันสังคม สามารถนับเป็นกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติได้

หลากหลายอาจเป็นการลงทุนทางการเงิน (Financial Assets) เช่น ตราสารทางการเงินประเภทต่าง ๆ และตราสารที่ไม่ใช่การเงิน (Non-Financial Assets) เช่น อสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น ทั้งนี้ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนหรือผลประโยชน์ต่อประเทศชาติมากที่สุดภายใต้ความเสี่ยงระดับหนึ่ง

2) ประเภทของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ สามารถแบ่งได้ 5 ประเภทหลักตามวัตถุประสงค์ของการลงทุน ได้แก่

ประเภทที่ 1 กองทุนเพื่อสร้างเสถียรภาพ (Stabilization Funds) จัดตั้งขึ้นโดยประเทศที่ส่งออกทรัพยากรธรรมชาติ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อกันเงินงบประมาณและเศรษฐกิจออกจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ (เช่น น้ำมัน) โดยกองทุนจะสร้างสินทรัพย์ให้เพิ่มขึ้นในปีที่มีรายได้การคลังที่มากพอเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับปีที่อ่อนแอ

ประเภทที่ 2 กองทุนเพื่อการออม (Saving Funds) มีวัตถุประสงค์ในการแบ่งปันความมั่งคั่งให้กับอนาคต มุ่งที่จะเปลี่ยนสินทรัพย์ที่ใช้แล้วหมดไปให้เป็นกลุ่มสินทรัพย์ที่มีการกระจายตัว

ประเภทที่ 3 กองทุนเพื่อการบริหารเงินทุนสำรอง (Reserve Investment Funds) มักจัดตั้งขึ้นเป็นหน่วยเอกเทศ เพื่อลดต้นทุนการถือครองเงินสำรอง หรือเพื่อให้สามารถดำเนินนโยบายการลงทุนที่เน้นผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งโดยมากแล้วสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การบริหารยังคงนับเป็นส่วนหนึ่งของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศนั้น ๆ

ประเภทที่ 4 กองทุนเพื่อการพัฒนา (Development Funds) เน้นการช่วยเหลือโครงการทางสังคมและเศรษฐกิจ เช่น สาธารณูปโภค หรือส่งเสริมทางอุตสาหกรรมที่เพิ่มอัตราการเติบโตของผลผลิตภายในประเทศ

ประเภทที่ 5 กองทุนสำรองบำนาญที่อาจเกิดขึ้น (Contingent Pension Reserve Funds) จัดให้มีเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับภาระหน้าที่อาจเกิดขึ้นกับดุลงบประมาณของรัฐบาล

กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติแห่งแรกของโลกจัดตั้งขึ้นที่ประเทศคูเวต เมื่อปี 1953 ชื่อว่า Kuwait Investment Authority ซึ่งมีแหล่งเงินทุนมาจากรายได้น้ำมัน (Oil Revenues) อย่างไรก็ตาม กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติได้รับความสนใจมากขึ้นนับตั้งแต่ปี 2005 เป็นต้นมา เนื่องจากการลงทุนของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติขยายตัวอย่างต่อเนื่องในปี 2009 มีมูลค่าสินทรัพย์ประมาณ 3.8 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ อย่างไรก็ตาม International Financial Services London (IFSL) คาดการณ์ว่า ภายในปี 2012 ขนาดของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ จะเพิ่มขึ้นเป็น 5.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ

ในปัจจุบันมีประเทศกว่า 30 ประเทศทั่วโลกที่มีการจัดตั้งกองทุนบริหารเงินสำรองภาครัฐเป็นเครื่องมือในการลงทุน โดยเฉพาะประเทศที่มีทุนสำรองส่วนเกินที่เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งนอกเหนือจากประเทศในกลุ่มผู้ค้าน้ำมันแล้ว ยังมีประเทศแถบเอเชียที่มีทุนสำรองเกินจากความจำเป็นในการบริหารจัดการอัตราแลกเปลี่ยน เช่น สิงคโปร์ เกาหลี และจีน เป็นต้น

## 2.5.2 แนวคิดของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ

อาร์นีย์ ชีวะเกรียงไกร (2551)<sup>22</sup> ได้แสดงความคิดเห็นว่า สำหรับแหล่งเงินทุนหลักของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ มาจากรายได้จากน้ำมันและพลังงาน รวมถึงเงินตราต่างประเทศที่ได้จากการเกินดุลและบริการ ซึ่งสรุปจำแนกตามภูมิภาคของแหล่งเงินได้ดังนี้ คือ ประเทศในภูมิภาคเอเชีย (ไม่รวมจีน) คิดเป็นร้อยละ 55 ประเทศในกลุ่มตะวันออกกลางร้อยละ 32 และประเทศจีนมีสัดส่วนร้อยละ 1 ขณะที่ประเทศหรือภูมิภาคที่รับเงินลงทุนของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติหลัก ๆ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ร้อยละ 37 สหภาพยุโรปร้อยละ 35 ประเทศจีนร้อยละ 2 และประเทศในเอเชียอื่น ๆ อีกร้อยละ 7

เวทาค์ พ่วงทรัพย์ และคณะ (2552)<sup>23</sup> ชี้ว่าภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนกองทุนขนาดใหญ่โดยเฉพาะกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund or SWF) เป็นผู้เล่นสำคัญที่สุดผู้หนึ่งและมีบทบาทมากขึ้น ในระบบการเงินโลก เนื่องจากมีขนาดที่ใหญ่มากขึ้น และรูปแบบการลงทุนที่ต่างไปจากการลงทุนของรัฐประเภทอื่น ๆ และมีบทบาทในตลาดเงินโลกมากขึ้น โดยเฉพาะในปี 2007-2008 ที่เกิดวิกฤตซับไพร์ม กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของจีนลงทุนซื้อหุ้นในสถาบันการเงินของสหรัฐขนาดใหญ่ของสหรัฐหลายแห่ง และคาดว่าแม้จะมีวิกฤตเศรษฐกิจก็จะเป็นกองทุนที่จะยังเติบโตต่อไป โดย Morgan Stanley ประเมินการณ์ว่าในปี 2015 กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ จะมีมูลค่า 17.4 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ หรือขยายตัวร้อยละ 11.9 ต่อปี (Annual Compound Growth Rate) ในช่วงปี 2007-2015 นอกจากนี้ หนึ่งในแนวโน้มที่สำคัญในภาคการเงินโลกคือการเพิ่มขึ้นของทรัพย์สินทางการเงินอย่างรวดเร็ว และกระแสการเชื่อมโยงทางการเงิน โดยทรัพย์สินทางการเงินโลกต่อ Global GDP ขยายตัวในอัตราประมาณ 3 เท่าของ Global GDP

สำหรับการศึกษาผลกระทบของกองทุนขนาดใหญ่ในทางเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราแลกเปลี่ยน อัตราเงินเฟ้อ และดุลการชำระเงิน สามารถทำได้เช่นเดียวกับการประเมินผลกระทบจากปัจจัยเศรษฐกิจอื่น ๆ โดยการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจ ที่รวมการวิเคราะห์การลงทุนของกองทุนภาครัฐขึ้น โดยเฉพาะการลงทุนในต่างประเทศ โดยการศึกษาที่เลือกประยุกต์พัฒนาแบบจำลองขนาดกลาง โดยประยุกต์จากเวทาค์ พ่วงทรัพย์และคณะ (2549)<sup>24</sup> , IMF (2006), Mody and Murshid (2002) and Celesun, Denizler and He (1999)<sup>25</sup>

<sup>22</sup> อาร์นีย์ ชีวะเกรียงไกร (2551) “บทความ เรื่อง ค่าเงินบาท” เว็บไซต์ของ [http://www.ap-morgan.com/ap\\_home.html](http://www.ap-morgan.com/ap_home.html)

<sup>23</sup> เวทาค์ พ่วงทรัพย์, จักรพงษ์ อุชุพานันท์, กฤติกา โพธิ์ไทรย์, สุทธิ เหลืองอร่ามกุล, และกุลวีร์ วรรณพานิช (2552) โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย, เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการ, สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, 2552

<sup>24</sup> เวทาค์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล และนงนุช ดันติสันติวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

<sup>25</sup> IMF (2006) Global Development Finance 2006, Mody and Murshid (2002) Growing up with Capital, IMF working paper WP02/75, Celesun, Denizler and He (1999) Capital Flows, Macroeconomic Management, and Financial System in Turkey 1989-97, Policy Research Working Paper 2141

นอกจากนี้ จากการที่ประเทศไทยเป็นประเทศที่รองรับการลงทุนจากกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Host Country) กล่าวคือ ในกรณีที่กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติอาจทำให้ตลาดเงินไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากการลงทุนผ่านกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติมีขนาดใหญ่และในบางครั้งอาจจะกระจุกตัวในบางอุตสาหกรรม หากมีการย้ายฐานการลงทุนหรือการเปลี่ยนแปลงในกลยุทธ์การลงทุนแล้ว อาจทำให้ความผันผวนของระบบเศรษฐกิจการเงินไทยเพิ่มสูงขึ้นได้

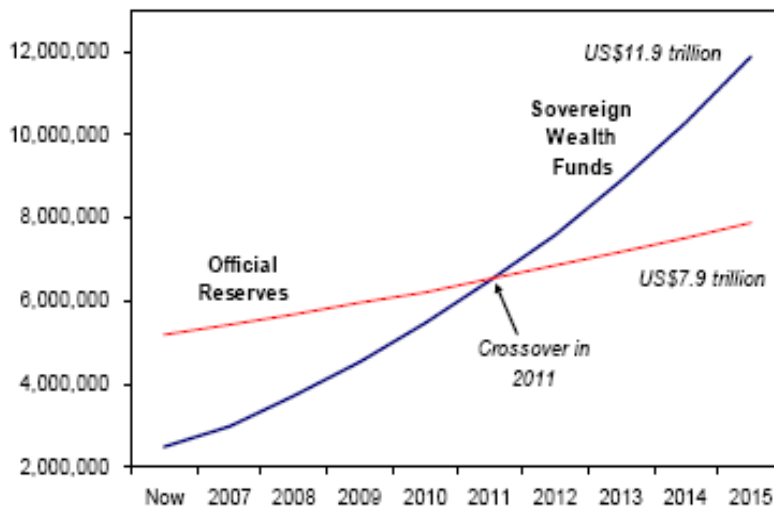
Das et al (2009)<sup>26</sup> กองทุนเพื่อการลงทุนลักษณะพิเศษของภาครัฐ จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารเศรษฐกิจ โดยสามารถแบ่งได้ 5 ประเภท (1) กองทุนเพื่อการสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นสำหรับเงินสำรองของประเทศ (2) กองทุนเพื่อการเกษียณอายุและกองทุนบำเหน็จบำนาญ (3) กองทุนเพื่อการสร้างเสถียรภาพทางการคลัง อาทิ กองทุนจากรายได้ของน้ำมัน และทรัพยากรธรรมชาติอื่น (4) กองทุนเพื่อการออมทางการคลัง และ (5) กองทุนเพื่อการพัฒนา เช่น การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการลงทุนเชิงยุทธศาสตร์ของชาติต่าง ๆ สำหรับทฤษฎีเกี่ยวกับกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ แทบไม่ปรากฏ และกล่าวได้ว่าเป็นหัวข้อที่การปฏิบัติได้นำงานวิจัยไปมาก

กองทุนขนาดใหญ่ของรัฐ โดยเฉพาะกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund or SWF)<sup>27</sup> กำลังมีบทบาทและความสำคัญมากขึ้นในระบบเศรษฐกิจการเงินของโลก โดยกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ เป็นกองทุนเพื่อการลงทุนลักษณะพิเศษของภาครัฐ จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการบริหารจัดการเศรษฐกิจมหภาค โดยส่วนใหญ่มีการลงทุนระยะยาวในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาตินี้ไม่ใช่กองทุนใหม่ที่เพิ่งเคยเกิดขึ้น แต่มีการจัดตั้งขึ้นเป็นระยะเวลาที่ยาวนานแล้ว ได้แก่ กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศคูเวต ประเทศสหรัฐอาหรับเอมิเรต ประเทศสิงคโปร์ เป็นต้น ซึ่งกองทุนดังกล่าวได้มีการจัดตั้งขึ้นมาแล้วเป็นเวลาหลายสิบปี

<sup>26</sup> Das, Udaibir S., Yinqiu Lu, Christian Mulder, Amadou Sy (2009) Setting up Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations, Working Paper, IMF, 2009

<sup>27</sup> ตามการให้ความหมายของ IMF กองทุนบำเหน็จบำนาญ กองทุนประกันสังคม นับเป็นกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติประเภทหนึ่ง

## แผนภาพที่ 2.6 อัตราการเติบโตของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ



ที่มา : Morgan Stanley

Ping and Chao (2009)<sup>28</sup> วิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลให้กองทุนขนาดใหญ่ของรัฐเติบโตอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยแรกมาจากโครงสร้างระบบการเงินระหว่างประเทศที่เปลี่ยนแปลงไป ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้าออกได้ง่ายขึ้นและรวดเร็ว ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ที่พุ่งขึ้นมากส่งผลให้รายได้จากการส่งออกที่เพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้ปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นมาก ซึ่งการที่ทุนสำรองระหว่างประเทศเติบโตอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ประเทศต่าง ๆ มาพิจารณาเครื่องมือที่จะสามารถใช้เป็นกลไกในการบริหารจัดการทุนสำรองระหว่างประเทศส่วนที่เกินความจำเป็นได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งหนึ่งในเครื่องมือก็คือ กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ ประกอบกับบริบทเศรษฐกิจในปัจจุบันเอื้อต่อรูปแบบการบริหารการลงทุนแบบกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติมากขึ้นกว่าในอดีต ซึ่งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds) มีการจัดตั้งครั้งแรกกว่า 50 ปีมาแล้ว แต่เพิ่งได้รับความสนใจจากทั่วโลกในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา เนื่องจากการเติบโตอย่างรวดเร็ว โดยเป็นผลจากปัจจัยหลัก 2 ปัจจัยที่สำคัญ ได้แก่

- (1) การเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ต่าง ๆ โดยเฉพาะน้ำมันดิบ และ
- (2) การเกินดุลบัญชีเงินสะพัดของประเทศที่กำลังพัฒนา

ซึ่งทั้งสองปัจจัยข้างต้นส่งผลให้ประเทศต่าง ๆ มีรายได้หรือปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบมากขึ้น ในขณะที่ช่องทางการลงทุนเดิม ทำให้ในบางกรณีเงินในระบบอาจมีมากเกินไปจนไม่สามารคนำมาใช้ให้เกิดประโยชน์ได้เท่าที่ควร ทำให้ต้องหาช่องทางการลงทุนใหม่ ๆ เพื่อกระจาย

<sup>28</sup> Xie Ping, and Chen Chao (2009) The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds, Article, China Investment Corporation, 2009

ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นและสามารถรักษาอัตราผลตอบแทนของการลงทุนให้อยู่ในระดับดี เนื่องจากปัจจุบัน กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (SWFs) มีการเจริญเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว Sovereign Wealth Fund Institute (2010)<sup>29</sup> ได้สรุปการลงทุนของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ มีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งในเดือนมีนาคม พ.ศ. 2553 มีมูลค่าสินทรัพย์ประมาณ 3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ แต่อย่างไรก็ดี คาดการณ์ว่าภายในปี พ.ศ. 2558 ขนาดของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติจะเพิ่มขึ้นเป็น 10 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ

Morgan Stanley (2010)<sup>30</sup> ได้ประมาณการว่าภายในปี พ.ศ. 2554 กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ จะมีขนาดเท่ากับเงินทุนสำรองฯ ของโลก และภายในปี พ.ศ. 2558 จะมีขนาดสูงถึง 12 ล้านล้าน เหรียญสหรัฐ ทั้งนี้ ประเทศที่ไม่ได้ส่งออกน้ำมัน (Non-Oil Exporters) จะมีการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่ง แห่งชาติเพิ่มขึ้น โดยมีสัดส่วนประมาณร้อยละ 50 ของมูลค่ากองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติทั้งหมด โดยทั่วไป แล้ว เนื่องจากกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติจัดอยู่ในกลุ่มนักลงทุนระยะยาวและมีแหล่งเงินทุนที่มั่นคง ดังนั้น กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติจึงสามารถช่วยรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินโลกได้ เช่น การซื้อหุ้นของ สถาบันการเงินในช่วงที่เกิดวิกฤตทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นต้น อย่างไรก็ตาม หลายฝ่ายมีความกังวลถึงบทบาทของ กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติซึ่งรัฐบาลเป็นเจ้าของ โดยเฉพาะความกังวลต่อ บทบาทของรัฐบาลต่างชาติที่มีมากเกินไปในระบบเศรษฐกิจของประเทศตามแนวคิดแบบ Investment Protectionism นอกจากนี้ การที่กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติส่วนใหญ่มีความโปร่งใสในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับการลงทุนระหว่างประเทศในรูปแบบอื่น ๆ ทำให้เกิดความกังวลต่อมาตรฐานธรรมาภิบาล ของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติตามมา

Edwin (2010)<sup>31</sup> ระบุว่าส่วนรูปแบบการจัดการขององค์กรอาจจะขึ้นตรงต่อรัฐบาลในรูปแบบ องค์กรของราชการ หรือในรูปแบบของบริษัทเอกชนก็ได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายของแต่ละประเทศเป็นหลัก ตัวอย่างเช่น ประเทศจีน ได้จัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ ในนาม China Investment Corporation หรือ CIC เป็นต้น ซึ่งเงินที่นำมาใช้ในการลงทุนสามารถแบ่งออกชัดเจนได้เป็นสองกลุ่มหลัก ได้แก่ เงินทุนที่ ได้มาจากรายได้การขายสินค้าหลักของประเทศนั้น ๆ (Commodity Sovereign Wealth Fund) และเงินทุน ที่ได้จากเงินสำรองระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นมาจากการเกินดุลของบัญชี Current Account (Non-Commodity Sovereign Wealth Fund)

ในหลายปีที่ผ่านมา กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติมีบทบาทและความสำคัญมากขึ้นในระบบ การเงินโลก จนกลายเป็นหนึ่งในสถาบันการลงทุนที่สำคัญ (Driving Force) เนื่องจากขนาดของกองทุนเพิ่ม มากขึ้น โดยในสิ้นปี ค.ศ. 2009 กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติมีมูลค่ารวมถึง 3.8 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ เมื่อ เทียบกับมูลค่าในปี พ.ศ. 2533 ที่มีเพียง 500 ล้านเหรียญสหรัฐ และลักษณะการลงทุนที่ต่างไปจากการลงทุน

<sup>29</sup> Sovereign Wealth Fund Institute. (2010). "Sovereign Wealth Fund Ranking" Available at <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, (Accessed 2 August 2010).

<sup>30</sup> Morgan Stanley. (2010). "Sovereign Wealth Funds", Morgan Stanley, 2010.

<sup>31</sup> Truman, Edwin (2010), Sovereign Wealth Funds, Peterson Institute for International Economics

ประเภทอื่น ๆ ของรัฐ โดยเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนสูง และในบางกรณีเป็นการลงทุนระยะยาว หรือลงทุนในธุรกิจที่สามารถเป็นประโยชน์ในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศในระยะยาว ประกอบกับความหลากหลายของสินทรัพย์ทางการเงินที่ กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติสามารถลงทุนได้ เช่น พันธบัตรรัฐบาล หุ้นกู้ ตราสารทุน ตราสารอนุพันธ์ อสังหาริมทรัพย์ และการลงทุนโดยตรง เป็นต้น

แม้ว่ากองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติจะมีเพียงร้อยละ 4.7 ของสินทรัพย์ทางการเงินของโลก ซึ่งมีความสำคัญเป็นอันดับที่ 4 รองจากการลงทุนแบบกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Funds) กองทุนรวม (Mutual Funds) กองทุนประกันภัย (Insurance Funds) ตามลำดับ แต่ที่สำคัญ คือ การขยายตัวอย่างรวดเร็วของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ ซึ่งเกิดจากความหลากหลายของสินทรัพย์ทางการเงิน ในการลงทุนของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติได้ ทำให้บทบาทของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติในระบบเศรษฐกิจและการเงิน โลกเพิ่มมากขึ้น

## ตารางที่ 2.1 การลงทุนที่มีการบริหารโดยกองทุนประเภทต่าง ๆ (ล้านล้านเหรียญสหรัฐ)

| Investor Types     | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------|------|------|------|------|
| 1. Pension Funds   | 25.0 | 29.5 | 31.1 | 30.0 |
| 2. Mutual Funds    | 22.0 | 23.0 | 24.7 | 23.5 |
| 3. Insurance Funds | 17.0 | 20.0 | 21.6 | 24.5 |
| 4. SWFs            | 3.9  | 3.8  | 4.2  | 4.8  |
| 5. Hedge Funds     | 1.7  | 1.6  | 1.8  | 1.8  |
| 6. Private Equity  | 0.7  | 2.6  | 2.6  | 2.6  |

ที่มา : IFSL Research, The City UK, The Fletcher School (2012), "Institutional Investor Asset Management in a Low Return/High Risk World"

### 2.5.3 แนวคิดการจัดตั้งกองทุนการลงทุนภาครัฐรูปแบบอื่น ๆ

นอกจากการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ ในการลงทุนของรัฐบาลหรือธนาคารกลางแล้ว ยังมีการจัดตั้งเครื่องมือทางการเงินรูปแบบหนึ่งที่มีการนำมาใช้สำหรับการบริหารการลงทุนของรัฐบาลท้องถิ่น คือ กองทุนเพื่อการลงทุนกลางภาครัฐ (State Investment Pool) ซึ่งจะเป็นกองทุนที่หน่วยงานภาครัฐต่าง ๆ เช่น หน่วยงานระดับท้องถิ่น หน่วยงานระดับเขต รวมถึงกองทุนสำรองเลี้ยงชีพของเจ้าหน้าที่รัฐที่มี

เงินสดเหลือมาฝากให้ฝ่ายการเงินส่วนกลาง (Central Treasury Department) บริหารการลงทุนให้ ทั้งนี้ กองทุนประเภทนี้ได้รับยกเว้นไม่ต้องจดทะเบียนกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สหรัฐ (US Securities and Exchange Commission)<sup>32</sup>

ประโยชน์ที่จะได้รับการบริหารการลงทุนในรูปแบบของกองทุนเพื่อการลงทุนกลางภาครัฐ Miller (1998)<sup>33</sup> สรุปไว้ดังนี้ การสร้างความคล่องตัวในการบริหารจัดการ (Flexibility) ซึ่งสามารถลงทุนได้ในหลักทรัพย์ที่หลากหลายตามที่กำหนดไว้ในนโยบายการลงทุน การกระจายความเสี่ยงการลงทุน (Diversification) จากการที่มีขนาดเงินลงทุนที่ใหญ่สามารถลงทุนในหลักทรัพย์หลากหลาย รวมถึง การประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) เนื่องจากขนาดของกองทุนที่มีขนาดใหญ่ทำให้ต้นทุนในการบริหารจัดการลดลงและเก็บค่าธรรมเนียมจากภาครัฐที่นำเงินมาฝากลงทุนในระดับต่ำได้ เช่น กองทุนเพื่อการลงทุนกลางภาครัฐไดาโฮ เก็บค่าบริการกองทุนเพียงร้อยละ 0.0022 ต่อเดือนของเงินลงทุน<sup>34</sup>

ทั้งนี้ การจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนกลางของรัฐ (State Investment Pool) จัดตั้งมานานแล้ว ในประเทศสหรัฐฯ เพื่อช่วยบริหารเงินให้กับหน่วยงานภาครัฐต่าง ๆ ทั้งระดับท้องถิ่น และระดับเขต เป็นต้น เช่น กองทุนเพื่อการลงทุนกลางภาครัฐวิสคอนซิน ได้จัดตั้งขึ้นตั้งแต่ปี 1975 เป็นต้นมา<sup>35</sup> และถือว่าเป็นเครื่องมือที่ได้รับการยอมรับในหมู่หน่วยงานภาครัฐ โดยมีการจัดตั้งกองทุนประเภทดังกล่าวอีกหลาย กองทุนกระจายไปในรัฐต่าง ๆ ทั่วประเทศมากกว่า 75 กองทุน<sup>36</sup>

#### 2.5.4 แนวคิดในการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติในประเทศไทย

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (2551)<sup>37</sup> ได้ทำการศึกษาความพร้อมในการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศไทยโดยได้ศึกษาถึงการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ มีประเด็นหลัก 3 ส่วน คือ 1) บทบาทของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติในระบบการเงินโลก 2) ความพร้อมในการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของไทย และ 3) รูปแบบของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติที่เหมาะสม โดยในส่วนแรก ศึกษาแนวโน้มการขยายตัวของการลงทุนผ่านกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติและบทบาทที่เพิ่มขึ้นของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ ที่มีต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโลกในฐานะสถาบันลงทุนรายใหม่ ซึ่งรวมถึงการเตรียมความพร้อมของประเทศไทยในกรณีที่มีกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติจากต่างประเทศมาลงทุนในประเทศ ทั้งนี้ การลงทุนผ่านกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติที่มีขนาดใหญ่และในบางครั้งอาจจะกระจุกตัวใน

<sup>32</sup> Best Practice for Local Government Investment Pools, GFOA, 2008

<sup>33</sup> Miller, Girard, "Investing Public Funds", GFOA, 1998

<sup>34</sup> <http://sto.idaho.gov/services/LGIP/>

<sup>35</sup> <http://doa.wi.gov/>

<sup>36</sup> List of Government Investment Pools, Standard and Poor's

<sup>37</sup> สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (2551) "ความพร้อมในการจัดตั้ง Sovereign Wealth Fund ของประเทศไทย", สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง



บางอุตสาหกรรม หากมีการย้ายฐานการลงทุนหรือการเปลี่ยนแปลงในกลยุทธ์การลงทุนแล้ว อาจทำให้ความผันผวนของระบบเศรษฐกิจการเงินทั้งของไทยและของโลกเพิ่มสูงขึ้นได้ ทั้งนี้ ในการศึกษา ยังพบว่า การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติต้องเป็นการลงทุนเชิงกลยุทธ์ซึ่งเหมาะสมกับเศรษฐกิจไทยในอนาคต โดยการตั้งกองทุนเพื่อความมั่งคั่งแห่งชาติในประเทศไทยสามารถจะใช้งบประมาณจากเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจาก รพท. ประมาณ 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 330,00 ล้านบาท ซึ่งจะไม่กระทบกับเงินทุนสำรองที่มีอยู่ประมาณ 100,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เพราะขณะนี้ มีสำรองส่วนเกินอยู่ 20,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และอีก 40,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ที่แทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนก่อนหน้านี้ หากจัดตั้งกองทุนดังกล่าวได้จะนำไปลงทุนในพันธบัตร การลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ (Foreign Direct Investment)

สำหรับเงินทุนสำรองฯ ที่เหมาะสมของไทยนั้น ได้มีงานวิจัยของ Siripim (2003) ซึ่งได้ใช้แบบจำลองของ Ben-Bassat and Gottlieb (1992)<sup>38</sup> ศึกษาระดับเงินทุนสำรองฯ ในช่วงปี 1990 -2001 พบว่า ตั้งแต่ปี 1990- 1997 ก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ (ระดับเงินทุนสำรองที่แท้จริงมีปริมาณน้อยกว่าระดับที่คาดการณ์โดยแบบจำลอง แต่มีความเคลื่อนไหวสอดคล้องกัน อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังปี 1999 ระดับเงินทุนสำรองฯ ที่แท้จริงและที่คาดการณ์เคลื่อนไหวสอดคล้องกัน แต่ระดับเงินทุนสำรองฯ ที่แท้จริงเริ่มอยู่ในระดับที่สูงกว่าที่คาดการณ์ ซึ่งชี้ให้เห็นถึงการที่แบบจำลองไม่สามารถอธิบายการเพิ่มขึ้นของเงินสำรองฯ ได้อย่างครบถ้วน

สมศรี ศิษย์มัต (2007)<sup>39</sup> ได้ศึกษาถึงการตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของไทย ผลการศึกษาพบว่า ต้องมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพียงพอในการรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจ การเงินและความเชื่อมั่นของประเทศได้ หากเกิดภาวะที่ดุลการค้าและบริการขาดดุลหรือมีเงินทุนไหลออกมาก ๆ และในขณะเดียวกัน ที่มีการกล่าวขานกันมากถึงการตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ จะต้องพิจารณาเตรียมความพร้อมของประเทศในฐานะของการเป็นผู้รับการลงทุนจากกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติต่างประเทศไว้ด้วย เพื่อรองรับผลกระทบต่าง ๆ ที่อาจตามมา รวมทั้งการหาประโยชน์จากกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติที่มาลงทุนในประเทศไทย

สำหรับคณะทำงานเศรษฐกิจมหภาค การเงิน การคลัง สภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2551)<sup>40</sup> ได้ศึกษาเพื่อจัดทำความเห็นและข้อเสนอแนะ เรื่อง “การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ

<sup>38</sup> Ben-Bassat, Avraham, and Daniel Gottlieb. (1992). “Optimal International Reserves and Sovereign Risk.” *Journal of International Economics* 33: 345. Explains and Estimates the Importance of Sovereign risk and the Cost of Default as Major Determinant of the Demand for International Reserves.

<sup>39</sup> สมศรี ศิษย์มัต (2007) “กองทุนความมั่งคั่งของชาติ (SWF)”, ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2007

<sup>40</sup> คณะทำงานเศรษฐกิจมหภาค การเงิน การคลัง สภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ “ความเห็นและข้อเสนอแนะของสภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ เรื่อง การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund) ของประเทศไทย”, สำนักงานสภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ , 2551

(Sovereign Wealth Fund) ของประเทศไทย โดยมีรายละเอียดในการศึกษาจากเอกสารทางวิชาการ บทความทางวิชาการ และพระราชบัญญัติต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง ครั้งที่ 5 ประจำปี พ.ศ. 2551 เรื่อง “ความพร้อมในการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศไทย” จากการศึกษาทำให้ทราบถึงข้อจำกัดของการบริหารเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย ประโยชน์ของการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ ผลกระทบจากการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ และการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติในต่างประเทศ โดยเฉพาะข้อจำกัดของการบริหารเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย โดยอำนาจของธนาคารแห่งประเทศไทยบริหารเงินทุนสำรองระหว่างประเทศปัจจุบันกำหนดให้ลงทุนในสินทรัพย์มั่นคงสูงและมีสภาพคล่องสูงเท่านั้น ทำให้ได้ผลตอบแทนต่ำ แต่ไม่สามารถนำไปลงทุนในเชิงกลยุทธ์ (Strategic Investment) และการลงทุนในสินทรัพย์อื่น ๆ เช่น ตราสารในตลาดทุนที่มีความเสี่ยงที่ยอมรับได้ (Acceptable Risk) แต่ให้ผลตอบแทนสูง จึงทำให้ประเทศไทยขาดโอกาสในการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในเวทีโลกของประเทศไทย และสะสมเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ

วิสุทธิ (2551)<sup>41</sup> ได้แสดงความคิดเห็นต่อการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศไทย โดยได้สรุปว่าการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศไทย ยังไม่เหมาะสมกับช่วงเวลาปัจจุบัน และอนาคตอันใกล้สำหรับระบบการนำเงินตราต่างประเทศจากเงินทุนสำรองของชาติประมาณหนึ่งหมื่นล้านเหรียญสหรัฐ หรือประมาณสามแสนสามหมื่นล้านบาท เท่ากับร้อยละ 10 จากยอดเงินทุนสำรองที่บริหารโดยธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อการลงทุนนอกประเทศ โดยมีที่มาจาก Non-Commodity Funds และ Commodity Funds นั้น เนื่องจาก

(1) การลงทุนธุรกิจลักษณะกึ่งเก็งกำไรแม้คาดหวังผลกำไรสูงกว่าที่ให้ธนาคารแห่งประเทศไทยบริหารแบบเดิม ๆ แต่ผลเสียก็มีไม่น้อยกว่ากัน เนื่องจากธุรกิจด้านนี้ ประเทศมหาอำนาจทางการเงินและเศรษฐกิจและการเมืองอยู่ในฐานะที่เหนือกว่าประเทศเล็กและเงินทุนน้อยอย่างไทย

(2) ยังไม่เข้ากับการพัฒนาการเมืองในปัจจุบัน เนื่องจากการเชื่อมการเมืองกับบรรษัทขนาดใหญ่ระดับนานาชาติ จะโยงกับระบบสรรหาผู้บริหารโดยวุฒิสภา ซึ่งอาจจะเหมาะสมหากประเทศพัฒนาการเมืองแล้ว

(3) ควรใช้เงินถูกที่ การใช้ประโยชน์สูงสุดเงินตราก้อนใหญ่จากสภาพมีเงินทุนสำรองระดับสูงนั้น ควรยึดแนวทางการลงทุนเพื่อเร่งด้านภาคการผลิตที่แท้จริง (Real Sectors) ในโครงสร้างหลักที่โยงกับยุทธศาสตร์การพัฒนาประเทศที่สำคัญ ๆ

(4) เป็นการเพิ่มสาเหตุปัญหาความไม่สมดุลรายได้เจ้าหน้าที่รัฐซึ่งมีปัญหอยู่แล้ว เกิดหน่วยงานภาครัฐที่ได้เงินเดือนสูงกว่าหน่วยงานภาครัฐอื่น ๆ

<sup>41</sup> วิสุทธิ เจตสันต์ (2551) “ข้อสังเกตต่อความเห็นและข้อเสนอแนะ เรื่อง “การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศไทย.” สภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ.

กระทรวงการคลัง (2552)<sup>42</sup> ได้ศึกษาเกี่ยวกับการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund: SWF) ของประเทศไทย โดยมีความคิดเห็นว่า แม้ว่ากองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ จะเป็นเครื่องมือที่มีประโยชน์ในการบริหารสินทรัพย์ของภาครัฐซึ่งช่วยให้เกิดผลตอบแทนหรือผลประโยชน์สูงสุดต่อระบบเศรษฐกิจไทยในระยะปานกลางและระยะยาวได้ แต่ก็จำเป็นต้องมีการศึกษาถึงความพร้อมในการจัดตั้งกองทุนดังกล่าวของประเทศไทยในประเด็นต่าง ๆ อย่างรอบคอบ เช่น แหล่งเงินที่มาของทุน ขนาดที่เหมาะสมของกองทุนฯ ภาวะและแนวโน้มของเศรษฐกิจไทยและต่างประเทศวัตถุประสงค์และเป้าหมายในการจัดตั้งกองทุนฯ ผลกระทบจากการลงทุนต่อเศรษฐกิจไทย และกลยุทธ์การลงทุนและการบริหารกองทุนฯ รวมทั้งหากจำเป็นต้องใช้เงินสำรองระหว่างประเทศเป็นแหล่งเงินทุนเริ่มแรกในการจัดตั้งกองทุนฯ ตามข้อเสนอของสภาที่ปรึกษาฯ เห็นว่า เนื่องจากเงินสำรองระหว่างประเทศมีความสำคัญต่อการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ ดังนั้น จึงต้องมีความรอบคอบหากมีการนำเงินสำรองระหว่างประเทศมาใช้ในการลงทุนที่มีความเสี่ยงโดยเห็นควรให้มีการศึกษาเพิ่มเติมในรายละเอียดว่าเงินสำรองระหว่างประเทศที่มีอยู่นั้น เป็นเพราะ การเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่งของประเทศจริงหรือไม่ และมีอยู่ในระดับสูงจนมีส่วนเกินความจำเป็นจริงหรือไม่ ตลอดจนการศึกษาผลกระทบจากแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจทั้งในและนอกประเทศที่มีต่อระดับเงินสำรองระหว่างประเทศในอนาคตด้วย และได้เสนอให้มีการจัดตั้งคณะกรรมการเพื่อศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศไทย

ปัจจัยที่มีผลต่อการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติขึ้น มีความเกี่ยวเนื่องของดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีเงินทุนต่อการเพิ่มของเงินทุนสำรองฯ สามารถวิเคราะห์ได้จากความสัมพันธ์พื้นฐานของระบบเศรษฐกิจ

$$\Delta \text{Re serve} - \Delta KA = \text{Export} - \text{Im port} = \text{Saving} - \text{Investment} \quad (1)$$

$\Delta \text{Re serve}$  แทนการเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรองฯ หากเป็นบวกแสดงถึงการสะสมเงินทุนสำรองฯ มากขึ้นซึ่งในส่วนนี้ การเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรองฯ จะหมายถึงการที่กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ มีสินทรัพย์ในการบริหาร มากขึ้น  $\Delta KA$  หมายถึง เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ  $\text{Export} - \text{Import}$  คือการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด และ  $\text{Saving} - \text{Investment}$  แทนการออมส่วนเกินของประเทศ

จากสมการที่ (1) พบว่า ความมั่งคั่งของประเทศสามารถเพิ่มขึ้นได้จากการออมหรือการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดเท่านั้น ดังนั้น การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจึงเป็นสิ่งสำคัญในการพิจารณาจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ โดยหากไม่มีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดแล้ว การสะสมเงินทุนสำรองฯ นั้น จะมาจากการมีเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้ามาในประเทศ ซึ่งถือเป็นเงินทุนสำรองฯ ที่เพิ่มขึ้นชั่วคราว หรือที่เรียกว่า

<sup>42</sup> กระทรวงการคลัง และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง (2552) “ความเห็นและข้อเสนอแนะของสภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ เรื่องการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund: SWF) ของประเทศไทย” หนังสือกระทรวงการคลัง ค่วนที่สุด ที่ กค ๑๐๐๖/๑๙๔๓ ลงวันที่ ๓ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๒ .

Borrowed Reserves และถือเป็นความมั่งคั่งชั่วคราว (Borrowed Wealth) โดยมีการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ต่างประเทศ พร้อมกับ External Liabilities แต่ไม่มีการเพิ่มขึ้นของทรัพยากรหรือความมั่งคั่งของประเทศอย่างแท้จริง

นอกจากสมการที่ (1) แล้ว การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศยังสามารถแยกออกได้เป็น

$$Saving - Investment = \Delta Money - \Delta Lending - \Delta KA \quad (2)$$

$\Delta Money$  คือ ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง หรือ M2 และ  $\Delta Lending$  คือ สินเชื่อในระบบธนาคารพาณิชย์ในประเทศ การสะสมทรัพย์สินต่างประเทศจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อเงินทุนเคลื่อนย้ายที่เข้ามาในประเทศไม่ทำให้ปริมาณเงินในประเทศเปลี่ยนแปลงไป หากเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศส่งผลต่อปริมาณเงินในประเทศแล้ว เงินทุนเคลื่อนย้ายเหล่านั้นถือเป็น Borrowed Money Supply เท่านั้น

ดังนั้น ในการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาตินั้น ต้องพิจารณาถึงปริมาณการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศนั้น ๆ ก่อน โดยดูปัจจัยพื้นฐานของการเคลื่อนไหวของดุลบัญชีเดินสะพัดในกรณีที่ไม่มีเกินดุลบัญชีเดินสะพัดนั้น การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติจะทำให้ยาก เนื่องจากกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติไม่สามารถจัดตั้งจาก Borrowed Reserve หรือ Borrowed Money Supply ได้ ซึ่งในกรณีที่มีการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ โดยมีแหล่งเงินทุนมาจากเงินทุนสำรองฯ ที่เพิ่มขึ้นจากการที่มีเงินทุนไหลจากต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาตินี้ จะถือเป็นเพียงตัวกลางทางการเงินเท่านั้น

แบบจำลองทางทฤษฎีของ Jeanne and Ranciere (2005)<sup>43</sup> ศึกษาระดับของเงินทุนสำรองฯ ที่เหมาะสมของไทย ในช่วงปี 2000 – 2008 โดยมีการตั้งสมมติฐานของการสะสมเงินทุนสำรองฯ เพื่อลดความเสี่ยงจากการเกิดจากวิกฤตดุลการชำระเงิน (Balance of Payment Crises) โดยแบบจำลองศึกษาระบบเศรษฐกิจที่ประสบปัญหาเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศหยุดลงอย่างฉับพลันและตามมาด้วยผลผลิตทางเศรษฐกิจที่ลดลง Calvo (1999)<sup>44</sup> ประมาณการความเสียหายที่เกิดจากวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ของไทยเท่ากับร้อยละ 12 ของ GDP หรือประมาณ 20 พันล้านเหรียญสหรัฐ โดยมีเงินไหลออกอย่างฉับพลัน ประมาณร้อยละ 26 ของ GDP ดังนั้น การมีเงินทุนสำรองฯ จะช่วยให้รัฐบาลมีความสามารถในการลดผลกระทบของวิกฤตต่อระบบเศรษฐกิจ ในขณะที่ต้นทุนของการถือครองเงินทุนสำรองฯ คือ อัตราดอกเบี้ยที่ได้จากการนำเงินทุนสำรองฯ ไปลงทุนอยู่ในระดับต่ำกว่าการคำนวณระดับของเงินทุนสำรองฯ ที่เหมาะสมของ Jeanne and Ranciere (2005) คำนวณได้จากสมการ

$$\rho \approx \lambda + \gamma - (1 - p^{-1/\sigma}) \quad (3)$$

$$p = 1 + \frac{\delta}{\pi(1 - \delta - \pi)} \quad (4)$$

<sup>43</sup> Jeanne and Renciere (2005) "Currency Crisis Reserve Currency"

<sup>44</sup> Calvo, G.A., (1999), "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier" in Calvo (2005)

$\rho$  คือ ระดับเงินทุนสำรองฯ ที่เหมาะสมต่อ GDP  $\lambda$  เท่ากับสัดส่วนของหนี้ต่างประเทศภาคเอกชน ต่อ GDP  $\gamma$  คือ ระดับของการหดตัวของระบบเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าระดับการขยายตัวระยะยาว (Long-Run Growth Path)  $\rho$  คือ Marginal Rate of Substitution ของการบริโภคในช่วงที่เกิดและไม่เกิดการหยุดของเงินทุน  $\sigma$  คือ (Constant) Relative Risk Aversion  $\delta$  คือ Term Premium หรืออัตราผลตอบแทนส่วนเกิน และ  $\pi$  เท่ากับความจำเป็นของการหยุดของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

อย่างไรก็ตาม แบบจำลองทางทฤษฎีข้างต้น ไม่สามารถอธิบายการสะสมเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของเอเชีย รวมทั้งไทย ในช่วงที่ผ่านมาเร็ว ๆ นี้ได้ ดังนั้น จึงควรศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการสะสมของเงินทุนสำรองฯ โดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ ซึ่งใช้ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคเป็น Independent Variables ซึ่งประกอบไปด้วย ตัวแปรด้าน

- Economic Size ได้แก่ Real GDP Per Capita และ Population
- Current Account Vulnerability ได้แก่ Ratio of Export to Import (Proxied for Current Account Value) และ Ratio of Import to GDP
- Capital Account Vulnerability ได้แก่ M2/GDP Portfolio Inflow/GDP และ Net Portfolio Inflow/GDP
- Exchange Rate Flexibility ได้แก่ Exchange Rate Volatility for Nominal and Real Exchange Rates

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อเงินทุนสำรองฯ นี้ใช้ข้อมูลทฤษฎีแบบอนุกรมเวลา (Time Series Data) ซึ่งรวบรวมจากแหล่งข้อมูลต่าง ๆ เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และ CEIC Database โดยข้อมูลรายไตรมาสที่ใช้ในการวิเคราะห์ครอบคลุมช่วงเวลาไตรมาสที่ 1 ปีพ.ศ. 2543-ไตรมาสที่ 4 ปีพ.ศ. 2551

ผลการศึกษาพบว่า เงินทุนสำรองระหว่างประเทศไทยมีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับจำนวนประชากรในประเทศ สัดส่วนการส่งออกต่อการนำเข้า ซึ่งตัวแปรแทนของดุลการค้าและความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนในรูปเงินบาทต่อเหรียญสหรัฐอย่างมีนัยสำคัญหรืออีกนัยหนึ่ง ในกรณีที่สมมติให้จำนวนประชากรคงที่ในระยะสั้น ผลการประมาณค่าแบบจำลองแสดงให้เห็นว่าเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจะเพิ่มขึ้น หากอัตราแลกเปลี่ยนมิได้ถูกแทรกแซง ให้มีการเคลื่อนไหวในกรอบที่จำกัด หรือระบบเศรษฐกิจมีเสถียรภาพภายนอกในระดับดี ซึ่งวัดได้จากดุลการค้า

อย่างไรก็ตาม การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติยังมีประเด็นอื่น ๆ ที่ต้องพิจารณาประกอบด้วย ประเด็นของ Hu, and Yermo (2008)<sup>45</sup> ประเมินว่ากองทุนที่บริหารโดยภาครัฐทั้งทางตรงและทางอ้อมพบว่าการบริหารของกองทุนที่บริหารจัดการโดยภาครัฐสร้างผลต่อเสถียรภาพภาคการเงิน ทั้งอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน และมีข้อน่าสังเกตเกี่ยวกับธรรมาภิบาลและความโปร่งใสในการบริหารจัดการรวมถึง

<sup>45</sup> Y. Hu and J. Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, Working Paper, OECD, 2008

การแทรกแซงการบริหารจากภาคการเมือง ซึ่งอาจจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงของการลงทุนได้ และ Plotkin (2008)<sup>46</sup> ได้ให้ข้อสังเกตว่าการประเมินผลสำเร็จของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติเป็นสิ่งที่ทำได้ค่อนข้างยาก เนื่องจากจุดมุ่งหมายของการลงทุนของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติจะเป็นการลงทุนระยะยาว ดังนั้น ในการวัดความสำเร็จของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติก็ต้องประเมินผลตอบแทนที่จะเกิดขึ้นในระยะยาว ซึ่งต้องใช้เวลาในการพิสูจน์ที่ใช้เวลาค่อนข้างนานว่า กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติที่จัดตั้งขึ้นสามารถดำเนินสำเร็จและบรรลุวัตถุประสงค์ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้หรือไม่

## 2.6 กองทุนประกันสังคม

### 2.6.1 ความหมายของกองทุนประกันสังคม

ความหมายของการประกันสังคม การประกันสังคมมีผู้ให้ความหมายไว้มากมาย ดังต่อไปนี้

นิคม จันทรวาท (2536)<sup>47</sup> ได้ให้ความหมายของการประกันสังคมไว้ว่า หมายถึง โครงการที่รัฐได้จัดขึ้นเพื่อมุ่งสร้างความมั่นคงและหลักประกันให้กับประชาชน โดยมีการเก็บเงินส่วนหนึ่งของรายได้จากประชาชนที่มีรายได้ประจํานามาสมทบรวมกันเป็นกองทุนกลาง โดยรัฐบาลและนายจ้างออกเงินสมทบด้วย กองทุนกลางนี้นำไปใช้ในกรณีที่ประสบเคราะห์กรรม เช่น อุบัติเหตุ ในกรณีเจ็บป่วย พักการ และทุพพลภาพ กรณีตกงานและชราภาพ

อัญชลี เสรีรักษ์ (2533)<sup>48</sup> กล่าวว่า การประกันสังคม หมายถึง การร่วมมือระหว่างประชาชนในสังคมเพื่อช่วยเหลือซึ่งกันและกัน ในกรณีที่สมาชิกในสังคมมีเคราะห์กรรมเกิดอุบัติเหตุเจ็บป่วย ล้มตาย ทุพพลภาพ ตกงานหรือขาดผู้อุปการะเลี้ยงดู

สุจิต ศรีประพันธ์ (2534)<sup>49</sup> กล่าวว่า หลักประกันสังคมเป็นโครงการที่รัฐเป็นผู้ดำเนินการ เพื่อให้ความคุ้มครองป้องกันประชาชนไม่ให้ได้รับความเดือดร้อนในด้านชีวิตความเป็นอยู่โดยมีหลักการสำคัญที่จะช่วยตนเองช่วยครอบครัว และช่วยเหลือซึ่งกันและกันมีการจัดกองทุนกลาง ซึ่งมีนายจ้างและรัฐออกเงินสมทบ พื้นฐานความคิดของการประกันสังคมตั้งอยู่บนทฤษฎีการกระจายความสูญเสียและการกำจัดปัจจัยเสี่ยง อันนำไปสู่กฎการเฉลี่ยความเสี่ยงซึ่งเป็นการเฉลี่ยความสุขและความทุกข์ในหมู่ประชาชนด้วยกัน โดยรัฐเป็นผู้เสริม

<sup>46</sup> Mark E. Plotkin ,Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds, Law Journal Pocket Part, Yale, 2008

<sup>47</sup> นิคม จันทรวาท. (2536). *กฎหมายประกันสังคม*. กรุงเทพฯ: หอรัตนชัยการพิมพ์.

<sup>48</sup> อัญชลี เสรีรักษ์. (2533). *ความคิดเห็นต่อผู้ให้บริการต่อการบริการของศูนย์บริการ สาธารณสุขในเขตกรุงเทพมหานคร*. วิทยานิพนธ์รัฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขารัฐศาสตรบัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

<sup>49</sup> สุจิต ศรีประพันธ์. (2534). *การติดตามผล โครงการฝึกอบรมเจ้าหน้าที่ปฏิบัติงานบุคคลปี พ.ศ. 2534*. นนทบุรี: สำนักงานประกันสังคม

บัณฑิต ธนชัยเศรษฐวุฒิ (2535)<sup>50</sup> กล่าวว่า ประกันสังคม หมายถึง โครงการที่รัฐบาลจัดขึ้น โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะสร้างความมั่นคงและหลักประกันให้แก่ประชาชน โดยมีการเก็บเงินส่วนหนึ่งจากประชาชนที่มีรายได้นำมาสมทบพร้อมกันเป็นกองทุนกลาง เพื่อนำไปช่วยเหลือประชาชนในกรณีที่ประสบเคราะห์กรรม เช่น อุบัติเหตุ เจ็บป่วย พิกัด ทูพพลภาพ กรณีตกงาน และชราภาพ โดยปกติการประกันสังคมในขั้นต้นจะใช้บังคับแก่คนทำงานที่รับค่าจ้างโดยคนงานและนายจ้างเป็นผู้ส่งมอบเงินสมทบ และรัฐบาลจะออกเงินอีกส่วนหนึ่ง

วิชัย โสสุวรรณจินดา (2534)<sup>51</sup> กล่าวว่า การประกันสังคม หมายถึง ระบบที่ทั้งนายจ้าง ลูกจ้าง และรัฐบาลได้เข้ามามีส่วนร่วมกันดำเนินการเพื่อตอบสนองความต้องการและความจำเป็นของลูกจ้าง โดยที่ทั้งสามฝ่ายร่วมกันส่งเงินสมทบเข้ากองทุน ซึ่งมีลักษณะเป็นการออมทรัพย์ ทั้งนี้ กองทุนจะมีการบริหารในรูปที่ทั้งสามฝ่ายได้เข้ามามีส่วนร่วม ส่วนประเภทของการประกันอาจครอบคลุมไปถึง การคลอดบุตร การสงเคราะห์บุตร การพิกัด ทูพพลภาพ กรณีตกงาน และชราภาพ การฌาปนกิจ การประกันสุขภาพ และการจ้างงานได้ตามความเหมาะสมของแต่ละประเทศ โดยสรุปการประกันสังคม คือ ระบบสวัสดิการรูปแบบหนึ่งที่ช่วยเหลือผู้มีรายได้ประจำให้มีหลักประกันสังคมในการดำรงชีพยามเดือดร้อน โดยมีหลักการให้รัฐบาล นายจ้าง และลูกจ้างร่วมกันออกเงินสมทบเข้ากองทุนประกันสังคม เพื่อนำเงินในกองทุนมาใช้จ่ายบำบัดความเดือดร้อนของสมาชิกในยามที่ไม่สามารถทำงานได้เป็นการสร้างหลักประกันสังคมในการดำรงชีวิตในกลุ่มสมาชิกที่เข้าร่วมโครงการ เพื่อรับผิดชอบในการเฉลี่ยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการเจ็บป่วยคลอดบุตร ตาย ทูพพลภาพ ชราภาพ หรือการว่างงาน เพื่อให้ได้รับการรักษาพยาบาล และมีรายได้อย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลสามารถช่วยเหลือตนเอง เป็นการกระจายรายได้ และมีส่วนช่วยเหลือซึ่งกันและกันในการร่วมกันรับผิดชอบสังคม

## 2.6.2 แนวคิดเกี่ยวกับกองทุนประกันสังคม

หลักประกันสังคม (สำนักงานประกันสังคม, 2543)<sup>52</sup> ประเทศไทยเป็นประเทศที่กำลังพัฒนา ปัญหาในการพัฒนาที่เกิดขึ้นส่วนใหญ่จะเป็นปัญหาเศรษฐกิจและสังคม ประชากรของประเทศเป็นผู้ใช้แรงงาน มีส่วนสำคัญในการพัฒนาประเทศเป็นอย่างมาก การที่ประชาชนเหล่านี้มีรายได้ไม่เพียงพอหรือขาดแคลนรายได้ ส่วนใหญ่จะมีสาเหตุเนื่องมาจากการประสบอันตรายเจ็บป่วย ทูพพลภาพหรือสูญเสียชีวิตจากแนวคิดเพื่อการช่วยเหลือและแก้ไขปัญหาดัง ๆ ที่เกิดขึ้นกับผู้ใช้งาน รัฐได้พยายามในการหาแนวทางในการช่วยเหลือประชาชนด้วยการออกกฎหมายประกันสังคมเพื่อให้ความคุ้มครองและเป็น

<sup>50</sup> บัณฑิต ธนชัยเศรษฐวุฒิ. (2535). *ประกันสังคม*. กรุงเทพฯ: สำนักงานประกันสังคม.

<sup>51</sup> วิชัย โสสุวรรณจินดา. (2534). *แยกรัฐวิสาหกิจออกจากกฎหมายแรงงานสัมพันธ์*. กรุงเทพฯ: เอส เอส เอ. การพิมพ์.

<sup>52</sup> กองทุนประกันสังคม. (2543). *กฎกระทรวง กำหนดอัตราเงินสมทบกองทุนประกันสังคมพ.ศ. 2543*. นนทบุรี: สำนักงานประกันสังคม

หลักประกันพื้นฐานที่สำคัญต่อความมั่นคงของผู้ใช้ แรงงานอย่างเป็นระบบ ตั้งแต่วันที่ 2 กันยายน พ.ศ. 2533 เป็นต้นมา ซึ่งการดำเนินการดังกล่าวเป็นไปตามหลักการประกันสังคมขององค์การแรงงานระหว่างประเทศ (ILO) คือเป็นการให้การคุ้มครองที่สังคมจัดให้แก่สมาชิกโดยอาศัยมาตรการของรัฐ ทั้งนี้ เพื่อบรรเทาความเดือดร้อนทางเศรษฐกิจและสังคม เมื่อประสบปัญหาหารายได้ลดลง ไม่มีรายได้ หรือมีรายจ่ายเพิ่มขึ้น อันเป็นผลมาจากการเจ็บป่วย คลอดบุตร ทูพพลภาพ กรณีตกงาน และชราภาพ สงเคราะห์ครอบครัวและการประกันอุบัติเหตุ และโรคที่เนื่องมาจากการทำงาน โดยมีหลักการดังนี้

- 1) การประกันสังคมมีแหล่งเงินทุนจากการจ่ายสมทบร่วม ซึ่งปกติจ่ายโดยนายจ้างลูกจ้าง และมีรัฐบาลเข้ามาร่วมจ่ายสมทบหรือให้เงินอุดหนุน โดยนำเงินจากรายได้ภาษี
- 2) การเข้าร่วมโครงการประกันสังคมถือเป็นเรื่องของการบังคับ โดยมีข้อยกเว้นน้อยมาก
- 3) เงินสมทบนั้น จะนำมาเก็บรวมเป็นกองทุนพิเศษ เพื่อนำมาใช้ประโยชน์ทดแทน
- 4) เงินสมทบส่วนที่เหลือจากการจ่ายประโยชน์ทดแทน นำไปลงทุนเพื่อหารายได้เพิ่มให้กองทุน
- 5) ผู้ประกันตนมีสิทธิได้รับประโยชน์ทดแทนตามประวัติการจ่ายเงินสมทบ โดยไม่จำเป็นต้องทดสอบว่าเขามีความต้องการหรือไม่
- 6) การจ่ายเงินสมทบ และอัตราการได้รับประโยชน์ทดแทนจะเกี่ยวเนื่องกัน และสัมพันธ์กับรายได้ของผู้ประกันตน

7) การประกันการเจ็บป่วยหรือประสบอันตรายจากการทำงาน ปกติจะมีนายจ้างดูแลรับผิดชอบจ่ายค่าทดแทนแต่ฝ่ายเดียว แต่ก็เป็นไปได้ว่ารัฐบาลอาจช่วยเหลือสนับสนุนได้

การประกันสังคม (Social Insurance)<sup>53</sup> เป็นมาตรการหนึ่งภายใต้ระบบความมั่นคงทางสังคม (Social Security) ซึ่งประกอบด้วย มาตรการสงเคราะห์ (Social Assistance) มาตรการประกันสังคม (Social Insurance) และมาตรการบริการสาธารณะ (Social Services) โดยมาตรการประกันสังคมมีหลักการสำคัญ คือ การสร้างหลักประกันความคุ้มครองทางสังคม มีลักษณะเป็นการบังคับให้สมาชิกมีส่วนร่วมในการช่วยเหลือซึ่งกันและกัน โดยจัดเก็บเงินสมทบหักจากค่าจ้างหรือรายได้เข้าสู่กองทุนกลาง เพื่อให้สมาชิกผู้ประสบภัยได้รับประโยชน์ทดแทน ทั้งนี้ เพื่อบรรเทาความเดือดร้อนทางเศรษฐกิจและสังคม เมื่อประสบกับปัญหาการมีรายได้ที่ลดลง หรือไม่มีรายได้ หรือการมีรายจ่ายที่เพิ่มมากขึ้น อันเป็นผลมาจากการเจ็บป่วยหรือประสบอันตรายทั้งในและนอกเวลาการทำงาน คลอดบุตร ทูพพลภาพ ชราภาพ ตาย ว่างงาน และการเลี้ยงดูบุตร

การจัดประโยชน์ทดแทนตามแนวคิดของการประกันสังคมได้มุ่งเน้นการสร้างความมั่นคงทางรายได้ (Income Security) และการให้บริการทางการแพทย์ (Medical Care) โดยเฉพาะการสร้าง

<sup>53</sup> วีระ สันเดชาภิรักษ์\* และ ปราโมทย์ ประสาทกุล, 2550, บำนาญชราภาพ: ปัญหาในอนาคตของกองทุนประกันสังคม, การประชุมวิชาการประชากรศาสตร์แห่งชาติ 2550 จัดโดยสมาคมนักประชากรไทย



ความมั่นคงทางรายได้ ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่ ประโยชน์ทดแทนระยะสั้น (Short Term Benefit) และประโยชน์ทดแทนระยะยาว (Long Term Benefit) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ประโยชน์ทดแทนระยะสั้น (Short Term Benefit) หมายถึงประโยชน์ทดแทนที่จ่ายให้เฉพาะกาลในช่วงที่ไม่สามารถทำงานได้หรือหยุดงานในระยะเวลาอันสั้น กล่าวคือ กรณีเจ็บป่วย คลอดบุตร และว่างงาน เพราะสาเหตุเหล่านี้เป็นผลทำให้ขาดรายได้ชั่วคราว ซึ่งเมื่อผ่านช่วงเวลาดังกล่าวไปก็จะทำให้มีรายได้เท่าเดิมเนื่องจากสามารถกลับเข้ามาทำงานได้ตามปกติ

ประโยชน์ทดแทนระยะยาว (Long Term Benefit) หมายถึง ประโยชน์ทดแทนที่จ่ายให้กับบุคคลที่สูญเสียรายได้อย่างถาวรไม่สามารถกลับเข้ามาทำงานหารายได้ได้อีก ส่งผลต่อตนเองและครอบครัวโดยมีผลให้บุคคลในครอบครัวที่อยู่ในความดูแลต้องเดือดร้อนหรือแบกรับภาระอื่น ๆ อันเนื่องมาจากขาดผู้เลี้ยงดู ได้แก่ กรณีทุพพลภาพ ตาย และชราภาพโดยทั่วไปจะเรียกการให้ประโยชน์ทดแทนแบบนี้ว่า บำนาญ (Pension)

จากที่กล่าวมาข้างต้นนี้จะเห็นได้ว่า การประกันสังคมมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อผู้ใช้แรงงานหรือลูกจ้างที่ทำงานในสถานประกอบการประเภทต่าง ๆ ซึ่งการหักเงินสมทบเข้ากองทุนจากรายได้ที่ลูกจ้างได้รับเป็นการสร้างหลักประกันและคุ้มครองแก่ตัวลูกจ้างเองโดยลูกจ้างจะได้รับประโยชน์ทดแทนทั้งในระยะสั้นและระยะยาวจากเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด เช่น การเจ็บป่วย การทุพพลภาพ คลอดบุตร ตาย ชราภาพ สงเคราะห์บุตรและว่างงาน

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2550)<sup>54</sup> ได้ศึกษาต้นทุนการจ่ายเงินสมทบเข้ากองทุนประกันสังคมและประโยชน์ทดแทนทั้งฝ่ายลูกจ้าง ฝ่ายนายจ้าง และสังคม ผลกระทบของประโยชน์ทดแทนจากกองทุนประกันสังคมที่มีต่อสังคมไทยทั้งทางตรงและทางอ้อม และทั้งที่เป็นตัวเงิน และไม่ใช่ตัวเงิน ทั้งในภาพรวมและวิเคราะห์เปรียบเทียบในสถานประกอบการขนาดใหญ่และขนาดเล็ก การศึกษาได้ใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นกลุ่มตัวอย่างใช้วิธีการประมาณการสองแบบ คือ วิธีการใช้ค่าจ้างขั้นต่ำต่อคนและค่าตอบแทนสูงสุดที่นำมาใช้ในการคำนวณเรียกเก็บเงินสมทบ และวิธีการประมาณการโดยใช้ค่าจ้างเฉลี่ยรายอุตสาหกรรมของสำนักงานสถิติในการคำนวณ

ผลจากการศึกษาพบว่าการจัดเก็บเงินสมทบและเงินประโยชน์ทดแทนที่ลูกจ้างได้รับจากการประมาณการและการเก็บข้อมูลภาคสนามมีค่าไม่แตกต่างกัน ผลจากการสำรวจชี้ให้เห็นว่าพนักงานบางส่วนเลือกที่จะใช้สวัสดิการจากบริษัทแทนการใช้สิทธิประโยชน์จากการประกันสังคมโดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีเจ็บป่วย เนื่องจากให้คุณภาพที่ดีกว่า

<sup>54</sup> เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2550). ผลกระทบของประโยชน์ทดแทนจากกองทุนประกันสังคมที่มีต่อฝ่ายลูกจ้าง ฝ่ายนายจ้าง และสังคม: ศึกษาเปรียบเทียบระหว่างสถานประกอบการขนาดใหญ่กับขนาดเล็ก (The Impact of Social Security Benefits on Employee, Employer and Society: Studies on Large and Small Firms). กรุงเทพฯ: สถาบันทรัพยากรมนุษย์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

การวิเคราะห์เกี่ยวกับผลกระทบของประโยชน์ทดแทนจากกองทุนประกันสังคมที่มีต่อสังคมไทย ทั้งทางตรงและทางอ้อม และทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน ผลการวิเคราะห์ พบว่า ในภาพรวมลูกจ้างมีความพึงพอใจต่อประโยชน์ทดแทนที่ได้จากกองทุนประกันสังคมในระดับต่ำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเด็นของขวัญและกำลังใจ ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกในสถานประกอบการขนาดใหญ่เท่านั้น และเป็นความสัมพันธ์ในระดับต่ำ สำหรับผลกระทบต่อนายจ้างโดยภาพรวมแล้ว ประโยชน์ทดแทนจากประกันสังคมมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจ เฉพาะในสถานประกอบการขนาดใหญ่ ส่วนความสามารถในการทำกำไรของสถานประกอบการนั้น ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า ทั้งในสถานประกอบการขนาดใหญ่และเล็กความสัมพันธ์ระหว่างประโยชน์ทดแทนกับความสามารถในการทำกำไรเป็นไปในทิศทางลบส่วนผลกระทบต่อสังคม พบว่า ประโยชน์ทดแทนมีความสัมพันธ์กับการลดภาระทางสังคมในสถานประกอบการขนาดเล็กเท่านั้น จากการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ผลประโยชน์ทดแทนจากกองทุนประกันสังคมเป็นไปตามหลักการของการเฉลี่ยทุกข์เฉลี่ยสุขมีผลต่อขวัญและกำลังใจของลูกจ้างค่อนข้างต่ำ และมีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจเฉพาะสถานประกอบการขนาดใหญ่เท่านั้น

## 2.7 กองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Fund)

### 2.7.1 ความหมายและประเภทของ Pension Fund

1) กองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Fund) คือ กองทุนที่นำผลประโยชน์จ่ายเป็นบำเหน็จหรือบำนาญแก่สมาชิกกองทุนที่เกษียณอายุหรือต้องออกจากงาน หน่วยงานราชการหรือหน่วยธุรกิจเอกชน จัดตั้งกองทุนนี้เพื่อเป็นสวัสดิการแก่ลูกจ้าง ซึ่งแหล่งเงินของกองทุนมาจากการจ่ายเงินสมทบของนายจ้าง ลูกจ้าง และรัฐบาล ซึ่งอาจเป็นฝ่ายเดียว สองฝ่ายหรือสามฝ่าย สำหรับประเทศอื่น ๆ มีการเรียกใช้คำสำหรับ Pension Fund นี้ต่าง ๆ กัน เช่น ในสหรัฐอเมริกาเรียกว่า Retirement Plan ในอังกฤษและไอร์แลนด์เรียกว่า Pension Scheme และในออสเตรเลียเรียกว่า Superannuation Plan เป็นต้น

2) ประเภทของ Pension Fund สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ

ประเภทที่ 1 กองทุนบำเหน็จบำนาญแบบเปิด และแบบปิด

- แบบเปิด คือ กองทุนที่รองรับ Pension Plan ที่ไม่มีข้อจำกัดทางด้านสมาชิก

- แบบปิด คือ กองทุนที่รองรับ Pension Plan ซึ่งเฉพาะเจาะจงเฉพาะลูกจ้างที่อยู่ในแผนเท่านั้น

เช่น

- Single Employer Pension Funds กองทุนฯ ที่จัดตั้งโดยนายจ้างคนเดียว
- Multi-Employer Pension Funds กองทุนฯ ที่จัดตั้งโดยนายจ้างหลายคน

- Related Member Pension Funds กองทุนฯ ที่ประกอบด้วยสินทรัพย์ของสมาชิกจำนวนจำกัดจากสมาชิกที่เป็นส่วนทั้งหมดของกองทุนฯ
- Individual Pension Funds กองทุนฯ ที่ประกอบด้วยทรัพย์สินและสวัสดิการของลูกจ้างแต่ละคน ซึ่งตามปกติเป็นบัญชีของบำนาญลูกจ้างคนเดียวหลาย ๆ บัญชีรวม ๆ กัน

ประเภทที่ 2 กองทุนบำเหน็จบำนาญแบบควบคุมโดยรัฐและภาคเอกชน

### 2.7.2 แนวคิดของกองทุนบำเหน็จบำนาญ

ฟิรลิตซ์ คำนวณศิลป์ และคณะ (2549)<sup>55</sup> ได้ศึกษาวิจัยเรื่อง “กองทุนเพื่ออนาคต: ขนาดและการบริหารจัดการระยะที่ 2 มีวัตถุประสงค์เพื่อ

(1) ประเมินค่าใช้จ่ายพื้นฐานโดยเฉลี่ยของผู้สูงอายุที่มีอายุ 60 ปีขึ้นไป โดยจำแนกตามอาชีพในอดีตก่อนเมื่อถึงวัยสูงอายุ

(2) ศึกษาถึงศักยภาพและความเต็มใจของผู้ที่อยู่ในวัยแรงงานในการออมเงินกับกองทุนเพื่ออนาคตในลักษณะเงินกองทุนสำรองเลี้ยงชีพในยามชราตามแนวทางของกองทุนบำนาญแห่งชาติ และ

(3) ให้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการบริหารจัดการของเงินกองทุนนี้ให้มีรายรับสูงเพื่อให้เกิดความมั่นคง ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพบว่า เมื่อวิเคราะห์เงินเหลือจ่ายจากรายได้ตลอดชีพ และความตระหนัก

ในการต้องเผชิญกับปัญหาทางเศรษฐกิจเมื่อเข้าสู่วัยสูงอายุ พบว่า ประชาชนทุกกลุ่มอายุ และกลุ่มอาชีพมีศักยภาพเพียงพอที่จะเข้าร่วมในการออมเพื่อสร้างหลักประกันในอนาคตเมื่อเข้าสู่วัยสูงอายุ กล่าวคือ เมื่อนำอารายได้และรายจ่ายตลอดชีพมาพิจารณาร่วมกันจะเห็นได้ชัดเจนว่า ประชาชนไทยวัยแรงงานที่มีรายได้ในภาพรวมยังคงมีเงินเหลือจ่าย นอกจากนั้น การศึกษาครั้งนี้ได้ให้ข้อเสนอแนะว่า รัฐบาลควรที่จะจัดตั้งกองทุนบำนาญแห่งชาติหรือกองทุนเพื่ออนาคตในลักษณะบังคับมากกว่าสมัครใจ เพื่อให้คนไทยทุกคนที่มีอายุ 60 ปี ได้รับเงินสวัสดิการโดยทั่วหน้ากัน

สำนักงานเลขาธิการวุฒิสภา (2540) ได้ศึกษาเกี่ยวกับมาตรการและแนวทางในการบริหารเงินออมและเงินลงทุนระยะยาวโดยพบว่าเครื่องมือในการระดมเงินออมนอกจากจะเป็นสถาบันการเงินแล้วยังประกอบไปด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนประกันสังคม ซึ่งการระดมเงินออมภายในประเทศ ณ ขณะนั้นยังไม่เพียงพอต่อความต้องการลงทุนเนื่องจากข้อจำกัดหลายประการ ได้แก่ รายได้ ผลตอบแทนการออม ทางเลือกในการออม ข้อจำกัดด้านกฎหมาย ระเบียบ และกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ของกองทุนพฤติกรรมของผู้ออม ซึ่งขาดความรู้ความเข้าใจถึงเครื่องมือและรูปแบบการออม ประชาชนไม่ตระหนักถึงความสำคัญของคุณค่าการออมและมีพฤติกรรมโน้มไปใช้จ่ายและอุปโภคสินค้าที่ฟุ่มเฟือยมากขึ้น ประชาชนขาดความเชื่อมั่นในความมั่นคงของระบบการเงินและสถาบันการเงิน และการ

<sup>55</sup> ฟิรลิตซ์ คำนวณศิลป์ และคณะ, 2549, กองทุนเพื่ออนาคต: ขนาดและการบริหารจัดการระยะที่ 2

ขาดความสนใจระดมเงินออมอย่างจริงจัง ซึ่งจากปัญหาดังกล่าวได้มีข้อเสนอแนะในส่วนที่เกี่ยวกับการระดมเงินออมโดยผ่านกองทุนสำรองเลี้ยงชีพโดยการแก้ไขกฎเกณฑ์การดำเนินงานของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพให้สมาชิกสามารถโอนเปลี่ยนงานได้ ปรับปรุงการลงบัญชีให้เป็นระบบ Mark to Market เพื่อให้เกิดความเป็นธรรม แก้ไขหลักเกณฑ์และขยายขอบเขตการลงทุนของกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ เพื่อให้สามารถสนองต่อความต้องการของแต่ละสมาชิกได้ กำหนดคุณสมบัติของผู้บริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตลอดจนพัฒนาการกำกับดูแล การอนุญาตให้สมาชิกกองทุนสำรองเลี้ยงชีพและกองทุนบำเหน็จบำนาญได้รับสิทธิพิเศษทางภาษี เมื่อออกจากงานเมื่ออายุครบ 55 ปี หรือทำงานอย่างน้อย 25-20 ปี ได้เช่นเดียวกับที่ได้รับเมื่อเกษียณอายุ

นวพร เรืองสกุล (2540) ได้ศึกษากองทุนบำเหน็จบำนาญ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และระบบประกันสังคมในประเทศไทย ในเรื่องปัญหาอุปสรรคและแนวทางการปฏิรูป โดยพบว่าการออมเพื่อการเกษียณอายุในประเทศไทย ยังมีความครอบคลุมไม่ทั่วถึง และประชากรผู้สูงอายุจะมีมากขึ้นเรื่อย ๆ และกลุ่มที่ไม่ได้รับความคุ้มครองส่วนใหญ่จะมีรายได้ต่ำ และข้อกำหนดต่าง ๆ ที่ทำให้การออมเพื่อการเกษียณอายุไม่เติบโต ได้แก่ การขาดกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดในการถอนเงินออกก่อนการเกษียณอายุ กฎระเบียบไม่เอื้อต่อการเคลื่อนย้ายกองทุนเนื่องจากกำหนดให้ความเป็นสมาชิกภาพสิ้นสุดลงทันทีที่มีการลาออกหรือครบอายุเกษียณ เงื่อนไขทางกฎหมายที่ผู้บริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพจะต้องจ่ายเงินออมเป็นเงินก้อนแก่สมาชิกในช่วงสั้น ๆ ภายหลังการสิ้นสุดสมาชิกภาพ ทำให้ไม่สามารถโอนจ่ายบำนาญเป็นรายงวดได้ การรวมศูนย์ตัดสินใจและกำหนดนโยบายด้านการลงทุน แทนที่จะเปิดให้สมาชิกแต่ละคนได้ตัดสินใจเอง นอกจากนี้ ยังมีปัญหาอุปสรรคในด้านการบริหารการลงทุน การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของตลาดเงินและตลาดทุน การไม่อาจนำสินทรัพย์ของกองทุนไปลงทุนในต่างประเทศได้ ดังนั้นจึงได้เสนอแนวทางการปฏิรูป โดยรัฐบาลต้องมีบทบาทสำคัญในการกำหนดกรอบในการแก้ไขปัญหามูลนิธิต่าง ๆ เพื่อสร้างหลักประกันความปลอดภัย (Safety Net) ที่เพียงพอสำหรับประชาชน และให้ระบบมีความมั่นคงและเติบโต และช่วยลดภาระรัฐบาลในอนาคต

สุจิตรา บัวไย (2527)<sup>56</sup> ได้ศึกษาพฤติกรรมกรรมการออมของครัวเรือนไทยในหลายลักษณะโดยใช้ข้อมูลจากแบบสอบถามโครงการระดมเงินออม ปีพ.ศ. 2523 ของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยศึกษารูปแบบการออมเหตุผลในการออมแต่ละรูปแบบ วัตถุประสงค์ในการออมและปัจจัยที่กำหนดการออม ผลการศึกษาปรากฏว่า ครัวเรือนส่วนใหญ่ นิยมออมในรูปแบบของการถือทรัพย์สินทางการเงินในระบบสูงกว่าการถือทรัพย์สินทางการเงินนอกระบบ เนื่องจากผลของที่ตั้งของสถาบันการเงิน ความสะดวกในการถอนเงิน ความมั่นคงของสถาบันการเงินและผลตอบแทนที่ได้รับ สำหรับวัตถุประสงค์ในการออมก็คือเพื่อไว้ใช้จ่ายในยามชราและเจ็บป่วย เพื่อการศึกษาและป้องกันการสูญหาย ส่วนปัจจัยสำคัญที่กำหนดการออมของครัวเรือนก็คือ รายได้ และขนาดของครอบครัว

<sup>56</sup> สุจิตรา บัวไย, 2527, พฤติกรรมการออมของครัวเรือนในเขตเมืองและเขตชนบทของประเทศไทย

ออมทรัพย์ ชีวฤกษ์ (2522)<sup>57</sup> ได้ศึกษาผลของการเก็บภาษีที่มีต่อการออมของประเทศไทย โดยแบ่งการออมเป็น 3 ภาค คือ ภาครัฐบาล ภาคครัวเรือน และภาคธุรกิจ ผลการศึกษาการเก็บภาษีทำให้การออมเพิ่มขึ้นในภาคของรัฐบาล ส่วนภาคครัวเรือนเมื่อเก็บภาษีเพิ่มขึ้น การออมก็จะเพิ่มขึ้น แต่เพิ่มขึ้นน้อยมาก ส่วนภาคธุรกิจเมื่อเก็บภาษีเพิ่มขึ้นการออมก็จะลดลง ดังนั้น จากการศึกษาจะได้รับความสัมพันธ์ของอัตราภาษีกับการออมในทิศทางตรงกันข้าม และได้ทดสอบแบบจำลองของ G. Thimmaiah ปรากฏว่าไม่มีความเหมาะสม

Mitchell Wiener (2006)<sup>58</sup> ศึกษาเรื่อง “Thailand Pension System Design Project” โดยได้ศึกษาถึงแนวทางการปรับปรุงระบบกองทุนการออมของประเทศไทย และการวางระบบเครื่องมือการออมระยะยาวเพื่อการเกษียณอายุรูปแบบใหม่ โดยเห็นว่าประเทศไทยควรปรับปรุงระบบการออมระยะยาวเพื่อการเกษียณอายุ ด้วยเหตุผลที่สำคัญ ได้แก่ ทำให้เกิดความยั่งยืนทางการเงินของกองทุนประกันสังคม กรณีชราภาพ (OAP) การวางยุทธศาสตร์ให้ระบบบำนาญบำนาญ โดยให้แต่ละกองทุนมีความสอดคล้องกันมีกฎระเบียบต่าง ๆ ที่คล้ายกัน รวมทั้งให้มีการเคลื่อนย้ายแรงงานระหว่างภาคต่าง ๆ ได้ง่าย ไม่สูญเสียผลประโยชน์ การให้มีระดับรายได้ที่เพียงพอ การไม่สร้างภาระให้นายจ้างและลูกจ้างมากเกินไป การที่สามารถแก้ไขปัญหาการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุอย่างรวดเร็วได้ การเป็นที่ดึงดูดใจของทั้งสมาชิกใหม่และสมาชิกสูงอายุ โดยการสร้างรูปแบบหลาย ๆ รูปแบบให้สอดคล้องกับช่วงอายุสมาชิก การมีระบบตรวจสอบและควบคุมที่แข็งแกร่ง เพื่อสร้างความมั่นใจในผลตอบแทนที่สมาชิกจะได้รับ และการส่งเสริมการพัฒนาทางเศรษฐกิจและการจ้างงาน โดยมีข้อเสนอการปรับปรุง OAP (Recommended OAP Design Changes) คือ การแยกกองทุนระยะสั้นออกจากระยะยาว เพื่อให้การลงทุนสอดคล้องกับระยะเวลาของเงินกองทุน การมีบำนาญให้กับทายาทผู้ตาย การปรับผลประโยชน์ที่จ่ายให้กับผู้เกษียณตามอัตราเงินเฟ้อ การเปลี่ยนการจ่ายผลประโยชน์ที่ขึ้นกับค่าจ้างเฉลี่ย 5 ปีสุดท้ายเป็นค่าจ้างเฉลี่ยตลอดอายุงานแทนการขยายความครอบคลุมแรงงาน การค่อย ๆ ปรับเพิ่มอัตราสมทบจากการรวมกรณีทุพพลภาพให้อยู่ในกองทุนกรณีชราภาพ การปรับหลักเกณฑ์การลงทุนเพื่อเพิ่มผลตอบแทน การคำนวณผลประโยชน์ทดแทนควรนำเงินที่จ่ายเข้ากองทุนทั้งหมดมาเฉลี่ย และปรับตาม การเปลี่ยนแปลงค่าจ้างเฉลี่ยประชาชาติก่อน และให้มีการประกันบำนาญขั้นต่ำ (Minimum Pension)

สำหรับข้อเสนอรูปแบบเครื่องมือการออมรูปแบบใหม่ ได้แก่ กองทุนบำนาญแห่งชาติ (Recommended NPF Design) โดยให้ครอบคลุมลูกจ้างในสถานประกอบการจ่ายอัตราสะสม/สมทบ (Contribution Rate) ฝ้ายร้อยละ 3 มีเพดานค่าจ้าง (Wage Cap) 15,000 บาท กำหนดอายุเกษียณ (Standard Retirement Age) 60 ปี ควรมีองค์กรกำกับดูแล (Pension Regulator) โดยจัดตั้งองค์กรอิสระ ดูแลทุกกองทุนภายใต้กฎเกณฑ์ระเบียบต่าง ๆ ที่สอดคล้องกัน มีโครงสร้างผู้ประกอบการกองทุน (Legal Structure of

<sup>57</sup> ออมทรัพย์ ชีวฤกษ์, 2522, ผลของการเก็บภาษีที่มีต่อการออมของประเทศไทย

<sup>58</sup> Mitchell Wiener, 2006, “Thailand Pension System Design Project”

Industry) เช่นเดียวกับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริหารเงินกองทุนโดยบริษัทจัดการเอกชน นายจ้างจะเลือกกองทุน Pooled Fund ซึ่งเสนอขายโดยบริษัทจัดการที่ได้รับใบอนุญาตจากสำนักงาน กสท. คณะกรรมการกองทุนจะเลือก Trustee ซึ่งรับผิดชอบเกี่ยวกับการช่วยเหลือกรรมการกองทุนในการเลือกลงทุนและเลือกผู้จัดการกองทุน ทั้งนี้ นายจ้างสามารถจัดตั้งกองทุนของตนเองได้หากมีคณะกรรมการกองทุนที่เหมาะสม นอกจากนี้ยังมี Custodian ทำหน้าที่เก็บรักษาทรัพย์สิน โดยมีเกณฑ์การลงทุน (Investment) คือ ให้ความปลอดภัยมีสภาพคล่องและมีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุน การจ่ายผลประโยชน์ทดแทน (Payout Options) จ่ายเป็น Annuity จำนวนร้อยละ 50 ของเงินเดือนเดือนสุดท้าย (P1+P2) และส่วนที่เกินร้อยละ 50 สามารถเลือกรับเป็น Annuity หรือ Lump Sum ก็ได้ โดยให้มีการคุ้มครองสามี – ภรรยาและครอบครัวด้วย และควรมีการประกันความเสี่ยง (Guarantee) รัฐบาลรับประกันในกรณีการถือโงของผู้จัดการกองทุนเท่านั้น โดยไม่รับประกันผลตอบแทนจากการลงทุน ทั้งนี้ การประกันในขั้นต้นได้จากการมีระบบบรรษัทภิบาลและการกำกับดูแลที่ดี

Mark N. Cerche (2004) ได้ศึกษาเครื่องมือการออมในระบบบำนาญบำนาญ โดยศึกษาเรื่อง Annuity และ Allocated Pension โดยการวิเคราะห์ข้อได้เปรียบและเสียเปรียบของ Annuity และ Allocated Pension และมีความเห็นว่าระบบบำนาญบำนาญไทยควรมีการเสนอขายทั้ง Annuity และ Allocated Pension เพื่อเป็นทางเลือกสำหรับผู้เกษียณอายุ โดยพบว่าข้อได้เปรียบของ Annuity ได้แก่ ผู้ซื้อมีรายได้หลังเกษียณอายุอย่างสม่ำเสมอตลอดชีวิต และการสนองวัตถุประสงค์ของนโยบายสำหรับการมีรายได้หลังเกษียณอายุได้ดีที่สุด ส่วนข้อเสียเปรียบ ได้แก่ ผู้ขายเป็นผู้แบกรับความเสี่ยง ทำให้ราคาของ Annuity สูง ผู้ขาย Annuity ในต่างประเทศส่วนใหญ่ อันได้แก่ สถาบันการเงิน จะมีข้อจำกัดด้านเงินทุน และไม่สามารถรับภาระความเสี่ยงทางการเงินที่เกิดขึ้นได้ ส่วนผู้เกษียณอายุ ผู้รับประโยชน์จะไม่ได้รับประโยชน์ตอบแทนเมื่อตนเองเสียชีวิต ในส่วนของการกำกับดูแล เป็นเรื่องที่ท้าทายความสามารถของผู้กำกับดูแลในการควบคุมผู้ขาย Annuity เนื่องจากต้องคำนึงถึงภาระและต้นทุนที่มีของผู้ขายด้วย ซึ่งถ้าหากตลาดไม่ดึงดูดก็จะไม่มีผู้ขายเกิดขึ้น การที่ผู้ขายไม่สามารถให้ประโยชน์ตอบแทนต่อผู้เกษียณอายุตามที่กำหนดไว้จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในระบบการออมเพื่อการเกษียณอายุได้

นอกจากนี้ ข้อได้เปรียบของ Allocated Pension ได้แก่ หากผู้เกษียณอายุตายก่อนที่เงินในบัญชีจะถูกใช้หมดเงินส่วนที่ยังคงเหลืออยู่จะตกแก่ทายาท การมีความโปร่งใสในการตรวจสอบโดยผู้เกษียณอายุสามารถดูความเคลื่อนไหวในบัญชีผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุน หรือประโยชน์ตอบแทนที่จ่ายให้กับตัวผู้เกษียณอายุ ค่าธรรมเนียม หรือค่าใช้จ่ายที่ถูกหักออกจากบัญชีของตนในส่วนของการกำกับดูแลนั้น เนื่องจากความเสี่ยงเกิดจากการลงทุนของเจ้าของบัญชีหรือตัวผู้เกษียณอายุมากกว่าตัวผู้ขาย Allocated Pension ดังนั้น จึงไม่ต้องกังวลมากนักถึงความสามารถในการจ่ายประโยชน์ตอบแทนของผู้ขาย และ Allocated Pension จะสนองต่อวัตถุประสงค์ของนโยบายมากกว่าการรับผลตอบแทนในรูปแบบเงินก้อน เพราะผู้เกษียณจะทยอยได้รับผลประโยชน์ จาก Allocated Pension ในช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่งเป็นการแบ่งเบาภาระรัฐบาลในการให้ความช่วยเหลือด้านการเงินต่อผู้สูงอายุ

จากการวิเคราะห์ข้อได้เปรียบและเสียเปรียบของ Annuity และ Allocated Pension ข้างต้น ผู้เชี่ยวชาญมีความเห็นว่าระบบบำนาญบำนาญไทยควรมีการเสนอขายทั้ง Annuity และ Allocated Pension เพื่อเป็นทางเลือกสำหรับผู้เกษียณอายุ นอกจากนี้ ยังก่อให้เกิดการแข่งขันระหว่างผู้ขาย เพราะหากเสนอขาย Annuity เพียงรูปแบบเดียว และมีผู้ขายน้อยราย ราคาขาย Annuity จะสูง

Deloitte & Touche Consulting, GroupThailand (1999)<sup>59</sup> ได้ศึกษาถึงศึกษาสภาพของการมีระบบบำนาญบำนาญ และระบบสวัสดิการสังคมในประเทศไทย และศึกษาสภาพการเปลี่ยนแปลงด้านเศรษฐกิจ สังคม ความต้องการรายได้ของผู้เกษียณอายุ รวมทั้งโครงสร้างประชากร (อัตราการเกิด อัตราการตาย อายุเฉลี่ย (Life Expectancy) ประชากรผู้สูงอายุ ว่าเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในขณะที่อัตราการเกิดลดลง ทำให้สัดส่วนคนทำงานต่อผู้สูงอายุลดลง (ซึ่งจะมีผลกระทบต่อผลิตภาพการผลิต และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งผลการศึกษาคาดว่าอีกประมาณ 16 ปี (20 ปี จากปีที่ศึกษา พ.ศ. 2542) ประเทศไทยอาจประสบปัญหาวิกฤติจากการมีประชากรสูงอายุเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยระบบบำนาญบำนาญที่มีอยู่ในปัจจุบันไม่สามารถตอบสนองต่อวัตถุประสงค์หลักของการมีระบบบำนาญบำนาญที่ดี 4 ด้าน คือ ความเพียงพอของรายได้ ขอบข่ายความครอบคลุมแรงงานความเป็นไปได้ทางการเงิน และการเป็นเครื่องมือพัฒนาและสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และได้เสนอทางเลือกในการปรับปรุงระบบบำนาญบำนาญ และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพที่เหมาะสมกับประเทศไทย คือ ให้จัดตั้งระบบบำนาญบำนาญแบบหลายชั้น (Multi-Pillar) โดยการสร้างความแข็งแกร่งและขยายระบบประกันสังคม (Pillar 1) จัดตั้ง Pillar 2 โดยให้เอกชนบริหารจัดการแยกบัญชีเป็นรายบุคคล รวมทั้งจัดวางระบบเพื่อบำเหน็จบำนาญและกำกับดูแลกองทุนด้วย และปรับปรุงกฎหมายว่าด้วยกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Pillar 3) เพื่อให้มีการบริหารจัดการการกำกับดูแล และการตรวจสอบที่เหมาะสมและรัดกุมยิ่งขึ้น

Tengumnuay (1981)<sup>60</sup> ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อพฤติกรรมการออมในประเทศไทย โดยศึกษาจากปัจจัย รายได้ ขนาดของครัวเรือน โครงสร้างของอายุ แหล่งของเงินทุน เขตเมืองและเขตชนบท ทั้งข้อมูลที่น่ามาศึกษาเป็นข้อมูลที่ได้จากการสำรวจของโครงการระดมเงินออมภายในประเทศ ของธนาคารแห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2523 ผลการศึกษจากการสร้างแบบจำลอง ทางเศรษฐมิติเส้นตรง ปรากฏว่า รายได้ ขนาดของครอบครัวมีอิทธิพลต่อการออมจริง ส่วนอายุก็มีผลต่อการออมแต่พิสูจน์ไม่ได้ว่าสมมติฐานของวัฏจักรธุรกิจมีผลต่อการออมหรือไม่ สำหรับแหล่งของรายได้ก็พบว่า ผู้ประกอบธุรกิจของตนเองเป็นผู้มีระดับการออมสูงกว่าอาชีพอื่น ๆ และขนาดครัวเรือนในชนบทมีขนาดการออมสูงกว่าครัวเรือนในเขตเมือง

จากการได้ศึกษาและทบทวนแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า การลงทุนระหว่างประเทศเกิดประโยชน์ในเรื่องการลดต้นทุนการผลิตจากการเข้าถึงแหล่งทรัพยากรราคาถูก การเข้าถึงแหล่ง

<sup>59</sup> Deloitte & Touche Consulting ,GroupThailand ,1999, Preliminary Prospectus Supplement

<sup>60</sup> Tengumnuay,1981, Household saving behavior in Thailand, วิทยาลัยพณิชยการมหาวิทาลัยธรรมศาสตร์

ตลาดใหม่ การได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากประเทศผู้รับทุน การเข้าถึงเทคโนโลยีและความได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบ ทั้งนี้ จากการศึกษาทำให้ทราบถึงความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศที่อาจเกิดจาก

1. ความเสี่ยงของตลาด คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของตลาดโดยรวมที่หลักทรัพย์ทุกตัวต้องเผชิญ
2. ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากความแปรผันของอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะกลุ่มที่ได้รับผลกระทบสูง
3. ความเสี่ยงด้านเครดิต คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากตัวบริษัทนั้น ๆ ที่จะจ่ายหนี้หรือปฏิบัติตามภาระผูกพันได้อย่างสมบูรณ์หรือไม่
4. ความเสี่ยงจากธุรกิจ คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากลักษณะของกลุ่มธุรกิจหรืออุตสาหกรรมดังกล่าว
5. ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนในการลงทุนอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยน
6. ความเสี่ยงด้านการเมือง เกิดขึ้นจากความผันผวนของการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ซึ่งอาจทำให้เงื่อนไขการลงทุนต่างไปจากรูปแบบที่เคยคาดไว้ ซึ่งปัจจุบัน นักลงทุนจะให้ความสำคัญเป็นพิเศษ ถึงแม้ประเทศนั้นจะมีข้อได้เปรียบทางการลงทุนต่าง ๆ ก็ตาม

โดยสรุป บทที่ 2 นี้ได้ศึกษาวรรณกรรมและรวบรวมทฤษฎีจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยเริ่มจากทฤษฎีและแนวคิดที่สำคัญด้านการลงทุนระหว่างประเทศ แนวคิดด้านความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศ โดยเน้นที่งานวิจัยสำหรับกองทุนขนาดใหญ่ที่มีการลงทุนระหว่างประเทศ ในส่วนของภาครัฐที่สำคัญคือ กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds) กองทุนประกันสังคม (Social Security Funds) และ กองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Funds) ซึ่งประกอบด้วย 7 ส่วนสำคัญ ได้แก่ 2.1 ความหมายและทฤษฎีการลงทุนระหว่างประเทศ 2.2 แนวคิดการลงทุนระหว่างประเทศ 2.3 แนวคิดความเสี่ยงจากการลงทุนระหว่างประเทศ 2.4 งานวิจัยเกี่ยวกับการลงทุนระหว่างประเทศ นอกจากนี้ได้ศึกษากองทุนขนาดใหญ่ที่มีการลงทุนในต่างประเทศ 2.5 กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds) 2.6 กองทุนประกันสังคม (Social Security Funds) และ 2.7 กองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Funds)



### บทที่ 3

## ประสบการณ์การลงทุนในต่างประเทศของกองทุนประกันสังคม และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และแหล่งที่มาของเงินลงทุนของกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศ

ในบทนี้ได้ทำการศึกษาประสบการณ์การลงทุนในต่างประเทศของกองทุนภาครัฐ ซึ่งจากการศึกษาข้อมูลกองทุนภาครัฐที่สำคัญของไทย พบว่า กองทุนที่มีขนาดใหญ่ และมีการลงทุนในต่างประเทศที่สำคัญ มี 2 กองทุน คือ กองทุนประกันสังคม และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) ดังนั้น ใน 3.1 และ 3.2 ของบทนี้จะทำการศึกษาภาพรวมประสบการณ์การลงทุนในต่างประเทศของกองทุนดังกล่าว จากนั้น ใน 3.3 เป็นการศึกษาแหล่งที่มาของเงินลงทุนของกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศ ที่ประกอบด้วยองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินและทุนหมุนเวียน

### 3.1 ภาพรวมการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนประกันสังคม<sup>1</sup>

วิน (2555) ได้ศึกษาเกี่ยวกับโอกาสการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนประกันสังคม พบว่า สำนักงานกองทุนประกันสังคมได้มีการแบ่งเงินลงทุนจำนวนหนึ่งไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยเป็นการทยอยลงทุนทีละเล็กละน้อย นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นมา จนถึงปัจจุบัน คิดเป็นเงินลงทุน (เงินต้น) รวมประมาณ 23,874 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 3 ของเงินลงทุนกองทุนประกันสังคม (จากเงินลงทุนกองทุนประกันสังคมประมาณ 9 แสนล้านบาท)

จากข้อมูลของกองทุนประกันสังคม ณ วันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2555 ยอดการลงทุนในต่างประเทศ มีทั้งสิ้น 23,874 ล้านบาท มูลค่าสินทรัพย์สุทธิ 28,655 ล้านบาท และเงินปันผลสะสม 219 ล้านบาท ซึ่งเงินลงทุนนั้นได้รับดอกผลอย่างต่อเนื่อง ทำให้มูลค่าเงินมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จะเห็นได้จาก ณ วันที่ 31 มกราคม พ.ศ. 2555 เงินลงทุนจาก 23,874 ล้านบาท ได้เติบโตขึ้นเป็น 28,655 ล้านบาท ณ วันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 และในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา นับตั้งแต่มีการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนประกันสังคม สำนักงานประกันสังคมได้สร้างผลกำไรจากการลงทุนในต่างประเทศเป็นมูลค่าถึงกว่า 5,000 ล้านบาท โดยเฉพาะในปี พ.ศ. 2554 ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในต่างประเทศถึงร้อยละ 6.94 ต่อปี

<sup>1</sup> วิน พรหมแพทย์ (2555), “โอกาสของการลงทุนในต่างประเทศ (ตอนที่ 1)”, วารสารประกันสังคม ปีที่ 18 ฉบับที่ 5 เดือน พฤษภาคม พ.ศ. 2555

### 3.1.1 รูปแบบการลงทุน

จากประสบการณ์การลงทุนในต่างประเทศที่ผ่านมากกว่า 10 ปีของกองทุนประกันสังคม พบว่า การลงทุนจะเน้นในการเข้าไปซื้อ “หน่วยลงทุน” ของกองทุนรวม (Mutual Fund) ที่ลงทุนในต่างประเทศจำนวนรวม 12 กองทุน ประกอบด้วยกองทุนที่สำนักงานกองทุนประกันสังคมลงทุนร่วมกับประชาชนทั่วไป 4 กองทุน และอีก 8 กองทุนเป็นกองทุนที่สำนักงานกองทุนประกันสังคมเป็นผู้ถือหน่วยลงทุนแต่เพียงรายเดียว ซึ่งกองทุนทั้งหมดนั้น ได้จดทะเบียนกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ด.) และได้รับอนุมัติวงเงินจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)

การลงทุนจะเน้นลงทุนในหลักทรัพย์ที่มั่นคงสูงในต่างประเทศ ซึ่งประกอบด้วย พันธบัตรรัฐบาลต่างประเทศ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจต่างประเทศ และหุ้นกู้เอกชนต่างประเทศที่มีความมั่นคงสูงโดยได้รับอันดับเครดิตไม่ต่ำกว่า Investment Grade หรือได้รับอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ BBB ขึ้นไป ส่วนการลงทุนนั้น กองทุนประกันสังคมจะไม่ลงทุนเองโดยตรง แต่จะลงทุนผ่านบริษัทจัดการกองทุน ทั้งนี้ เนื่องจากกองทุนประกันสังคมยังไม่มีความชำนาญในการตัดสินใจและความรู้ในการลงทุนต่างประเทศอย่างเพียงพอ จึงจำเป็นต้องมอบหมายให้บริษัทจัดการกองทุนที่มีความเชี่ยวชาญดำเนินการแทน อย่างไรก็ตาม บริษัทจัดการกองทุนจะต้องได้รับการคัดเลือกโดยผ่านกระบวนการที่เข้มงวด ซึ่งคณะกรรมการประกันสังคมได้มอบหมายให้ “คณะกรรมการการคัดเลือกบริษัทจัดการกองทุนต่างประเทศ” ซึ่งประกอบด้วย ผู้แทนจากทั้งฝ่ายลูกจ้าง นายจ้าง รัฐบาล และผู้ทรงคุณวุฒิด้านการลงทุน เป็นผู้ดำเนินการคัดเลือก

### 3.1.2 การบริหารกองทุนประกันสังคม

ปัจจุบัน สำนักงานกองทุนประกันสังคมได้มอบหมายให้บริษัทจัดการกองทุนชั้นนำของโลกเข้ามาทำหน้าที่บริหารกองทุนให้ ซึ่งบริษัทจัดการกองทุนต่างประเทศที่บริหารกองทุนให้กับสำนักงานประกันสังคมในปัจจุบัน ประกอบด้วย 5 บริษัท ซึ่งมีประสบการณ์และชื่อเสียงในการบริหารกองทุนบำนาญต่าง ๆ ทั่วโลก ได้แก่

ตารางที่ 3.1 รายชื่อบริษัทจัดการกองทุนต่างประเทศที่บริหารกองทุนให้กับสำนักงานประกันสังคม

| ลำดับ | ชื่อ                          | ที่ตั้งสำนักงานใหญ่ | สินทรัพย์ภายใต้การบริหาร (ล้านเหรียญสหรัฐ) | อันดับของโลก |
|-------|-------------------------------|---------------------|--------------------------------------------|--------------|
| 1.    | BlackRock                     | USA,UK              | 3,560,968                                  | 1            |
| 2.    | Deutsche Asset Management     | Germany             | 1,562,352                                  | 6            |
| 3.    | Loomis Sayles (Natixis Group) | USA,France          | 719,336                                    | 17           |

|    |                    |        |         |     |
|----|--------------------|--------|---------|-----|
| 4. | Franklin Templeton | USA,UK | 670,719 | 19  |
| 5. | Payden & Rygel     | USA    | 55,084  | 172 |

ที่มา : The World's 500 Largest Asset Mngers Year End 2010 by Pension & Investment and Towers  
Watson

### 3.1.3 การบริหารกองทุนประกันสังคมเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ<sup>2</sup>

ในปี พ.ศ. 2554 คณะกรรมการประกันสังคมได้มีมติเห็นชอบให้เพิ่มเงินลงทุนในต่างประเทศจำนวน 600 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และแต่งตั้ง “คณะกรรมการการคัดเลือกบริษัทจัดการกองทุนต่างประเทศ” ซึ่งประกอบด้วย ผู้แทนฝ่ายลูกจ้าง นายจ้าง รัฐบาล ผู้แทนธนาคารแห่งประเทศไทย ผู้แทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผู้ทรงคุณวุฒิด้านการลงทุน รวม 16 ราย ซึ่งมีบริษัทจัดการกองทุนต่างประเทศที่ได้ยื่นข้อเสนอและผ่านเกณฑ์การคัดเลือกมี 3 ราย และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนไทยที่ได้ยื่นข้อเสนอและผ่านเกณฑ์การคัดเลือกมี 1 ราย คือ “บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ธนชาติ จำกัด” โดยวงเงินที่ทางสำนักงานประกันสังคมจะมอบหมายให้บริหาร คือ 200 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือประมาณ 6,000 ล้านบาท ซึ่งหากบริษัทจัดการกองทุนทั้งหมดได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการประกันสังคมแล้ว สำนักงานประกันสังคมจะทยอยโอนเงินจนครบ 6,000 ล้านบาท ให้แก่ บลจ. ธนชาติ เพื่อนำไปซื้อ หน่วยลงทุนของกองทุนต่าง ๆ ที่จดทะเบียนในต่างประเทศ ภายใต้นโยบายการลงทุนที่กำหนดโดยสำนักงานประกันสังคม คือ

1) ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความมั่นคงสูง ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 60 ซึ่งได้แก่ พันธบัตรรัฐบาลต่างประเทศ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจต่างประเทศ และหุ้นกู้เอกชนที่มีความมั่นคงสูง ได้รับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ BBB ขึ้นไป โดยการลงทุนในส่วนนี้บริหารกองทุนโดยบริษัท Franklin Templeton

2) ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงไม่เกินร้อยละ 40 ซึ่งได้แก่ หุ้นต่างประเทศ บริหารโดย MFS Investment Management และอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศ บริหารโดย AEW Capital Management

### 3.1.4 กลยุทธ์การลงทุนในต่างประเทศในอนาคตอันใกล้

ในช่วง 2-3 ปีนี้ ตลาดการเงินทั่วโลกยังคงมีความผันผวนไม่แน่นอน เพราะนักลงทุนยังคงกังวลต่อสถานะเศรษฐกิจของสหภาพยุโรป โดยเฉพาะภาวะหนี้สาธารณะ รวมทั้งสถานะเศรษฐกิจ และการจ้างงานของสหรัฐอเมริกาที่ยังไม่ฟื้นตัว ทำให้การลงทุนต้องเพิ่มความระมัดระวังมากขึ้น ซึ่งสำนักงานประกันสังคมได้วางกลยุทธ์ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวไว้ดังนี้

<sup>2</sup> วิน พรหมแพทย์ (2555), “โอกาสของการลงทุนในต่างประเทศ (ตอนที่ 2)”, วารสารประกันสังคม ปีที่ 18 ฉบับที่ 6 เดือนมิถุนายน 2555

1) การลงทุนในพันธบัตรต่างประเทศ เน้นการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่มั่นคงสูง ได้แก่ เยอรมนี ฝรั่งเศส เนเธอร์แลนด์ และประเทศต่าง ๆ ในกลุ่มสแกนดิเนเวีย ออสเตรเลีย เป็นต้น รวมทั้งเน้นการลงทุนในพันธบัตรประเทศเกิดใหม่ที่มีเศรษฐกิจเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ได้แก่ โปแลนด์ เกาหลีใต้ และมาเลเซีย เป็นต้น

2) การลงทุนในหุ้นต่างประเทศ เน้นลงทุนหุ้นปัจจัยพื้นฐานดีที่ผลิตสินค้าที่จำเป็นต้องใช้ในชีวิตประจำวัน ได้แก่ กลุ่มอุปโภคบริโภค ค้าปลีก และเวชภัณฑ์ เนื่องจากหุ้นกลุ่มนี้จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนเศรษฐกิจโลกน้อยกว่าหุ้นกลุ่มอื่น นอกจากนั้น ยังเน้นการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่ขายสินค้าให้กับประเทศที่มีฐานคนชั้นกลางที่เติบโตเร็ว เช่น ประเทศเกิดใหม่ในเอเชีย

3) การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศ เน้นให้ลงทุนเฉพาะ Core Assets กล่าวคือ ให้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ที่สร้างเสร็จแล้วและมีผู้เช่าแล้ว เพื่อให้ได้รับรายได้จากค่าเช่าที่มั่นคงในระยะยาว โดยกระจายการลงทุนทั้งในกลุ่มโรงงานและคลังสินค้า ที่อยู่อาศัย อาคารสำนักงาน และค้าปลีก

ตารางที่ 3.2 สรุปการลงทุนของกองทุนประกันสังคม

| ประเภท                | กฎหมายจัดตั้ง<br>กองทุน                                                                         | กฎระเบียบการ<br>ลงทุน                                                                                                                      | ขั้นตอนและวิธีการ<br>ลงทุน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | เงินลงทุน<br>(ล้านบาท)                                                                                                                                                                     | เป้าหมายการ<br>ลงทุน                                                 | การบริหาร<br>ความเสี่ยง                                                                                                  | การประเมินผล                                                                                                      | บุคลากร ประสิทธิภาพ<br>ความพร้อมในการลงทุน                                                                                                                                                                                                     | ปัญหาอุปสรรค                                                                                                                         | ข้อเสนอแนะ<br>และ อื่น ๆ |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| กองทุน<br>ประกันสังคม | - จัดตั้งตามมาตรา<br>21 แห่ง<br>พระราชบัญญัติ<br>ประกันสังคม<br>พ.ศ. 2533 และ<br>แก้ไขเพิ่มเติม | - ระเบียบ<br>คณะกรรมการ<br>ประกันสังคม ว่า<br>ด้วยการจัดหา<br>ผลประโยชน์ของ<br>กองทุน<br>ประกันสังคม<br>พ.ศ. 2549 และที่<br>แก้ไขเพิ่มเติม | - เป็นไปตามระเบียบ<br>คณะกรรมการ<br>ประกันสังคม ว่าด้วย<br>การจัดหาผลประโยชน์<br>ของกองทุน<br>ประกันสังคม พ.ศ.<br>2549 และที่แก้ไข<br>เพิ่มเติม และตาม<br>แผนการลงทุนประจำปี<br>ที่ได้รับความเห็นชอบ<br>จากคณะกรรมการ<br>ประกันสังคม ซึ่งต้อง<br>นำไปลงทุนใน<br>หลักทรัพย์ที่มีความ<br>มั่นคงสูงไม่น้อยกว่า<br>ร้อยละ 60 ของ<br>เงินกองทุน และ<br>หลักทรัพย์ที่มีความ<br>เสี่ยงไม่เกินร้อยละ 40 | 26,000 ลบ.<br>โดยลงทุน<br>เฉพาะ<br>พันธบัตร<br>รัฐบาล<br>พันธบัตร<br>รัฐวิสาหกิจ<br>และหุ้นกู้<br>เอกชน<br>ต่างประเทศที่<br>ได้รับการจัด<br>อันดับเครดิต<br>ในระดับ<br>Investment<br>Grade | เพิ่มอีก<br>18,000 ลบ.<br>ตามแผนการ<br>ลงทุน<br>ประจำปี<br>พ.ศ. 2554 | - ลงทุนได้<br>เฉพาะ<br>Investment<br>Grade<br>- ป้องกัน<br>ความเสี่ยง<br>อัตรา<br>แลกเปลี่ยน<br>ไม่น้อยกว่า<br>ร้อยละ 50 | - รายงานผลทุก<br>เดือน<br>- Conference<br>Call ทุกไตรมาส<br>- คัดออกหาก<br>ผลตอบแทนต่ำกว่า<br>ดัชนีอ้างอิงใน 3 ปี | เริ่มลงทุนตั้งแต่ปี พ.ศ.<br>2548 โดยผ่านกองทุน<br>รวมที่ลงทุนใน<br>ต่างประเทศ (Foreign<br>Investment Fund)<br>จำนวน 8 กองทุน จด<br>ทะเบียนกับ กสศ. และ<br>บริหารร่วมกันระหว่าง<br>บริษัทจัดการกองทุน<br>ไทยและบริษัทจัดการ<br>กองทุนต่างประเทศ | - ขาดแคลนบุคลากร<br>รับผิดชอบงานลงทุน<br>ต่างประเทศ<br>- ความเข้าใจและการ<br>ยอมรับของ<br>ประชาชนเกี่ยวกับการ<br>ลงทุน<br>ต่างประเทศ |                          |

ที่มา : ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ ปี 2554

## 3.2 ภาพรวมการลงทุนต่างประเทศของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.)<sup>3</sup>

### 3.2.1 การจัดการลงทุนของ กบข.

งานด้านการลงทุนของ กบข. มีการจัดแบ่งหน้าที่ความรับผิดชอบกันอย่างชัดเจน ซึ่งประกอบด้วย 3 สายงานหลัก ที่มีการตรวจสอบและถ่วงดุลซึ่งกันและกัน คือ 1) สายจัดการลงทุนมีหน้าที่ในการตัดสินใจลงทุน 2) สายวิจัยและกลยุทธ์การลงทุนมีหน้าที่กำหนดกลยุทธ์การลงทุน กำกับควบคุมความเสี่ยง วิเคราะห์และติดตามการลงทุน และ 3) สายกำกับและปฏิบัติการลงทุน มีหน้าที่ในการกำกับตรวจสอบการลงทุน และสนับสนุนการปฏิบัติหน้าที่การลงทุน นอกจากนี้ยังมีสำนักที่พิจารณาและตัดสินใจการลงทุนที่เกี่ยวกับการลงทุนพิเศษและการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ โดยเป็นการลงทุนพิเศษที่แตกต่างจากการลงทุนในตราสารหนี้และตราสารทุน นั่นคือ สำนักลงทุนทางเลือก

การลงทุนของ กบข. นั้นค่อนข้างมีข้อจำกัดมาก ทั้งนี้พระราชบัญญัติ กบข. และกฎกระทรวงได้กำหนดหลักเกณฑ์และวิธีการจัดการเงินของกองทุน โดยกำหนดให้ กบข. นำเงินของสมาชิกไปลงทุนได้เฉพาะประเภทการลงทุนหรือตราสารที่กำหนดและภายใต้เงื่อนไขเท่านั้น เนื่องจากตระหนักถึงการบริหารเงินออมและจัดหาสวัสดิการให้กับข้าราชการสมาชิกในยามที่ออกจากงานอย่างรอบคอบและมั่นคง หลักการและเงื่อนไขสำคัญของการลงทุนของ กบข. ได้แก่

1) เงินกองทุนให้นำไปลงทุนในสินทรัพย์ประเภทมั่นคงสูงไม่น้อยกว่าร้อยละ 60 ของเงินกองทุน

2) ลงทุนในสินทรัพย์อื่นไม่เกินกว่าร้อยละ 40 ของเงินกองทุน

3) ลงทุนในต่างประเทศไม่เกินร้อยละ 25 ของเงินกองทุน

4) ลงทุนในตราสารทุน (หุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้น) ไม่เกินร้อยละ 35 ของเงินกองทุน

5) ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ไม่เกินร้อยละ 8 ของเงินกองทุน

6) กบข. จะลงทุนเองหรือมอบหมายเงินให้สถาบันการเงินหรือนิติบุคคลอื่นจัดการเงินกองทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศได้ โดยมีคุณสมบัติของผู้ได้รับมอบหมายจัดการกองทุนตามกฎหมาย ดังนี้

(1) การมอบหมายให้จัดการเงินกองทุนในประเทศ ผู้รับมอบหมายต้องเป็นสถาบันการเงินหรือนิติบุคคลที่มีความเชี่ยวชาญในการลงทุนไม่น้อยกว่า 2 แห่ง ซึ่งเป็นผู้ได้รับอนุญาตให้จัดการ

<sup>3</sup> รายงานประจำปี 2550 กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ

กองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือกองทุนส่วนบุคคลตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

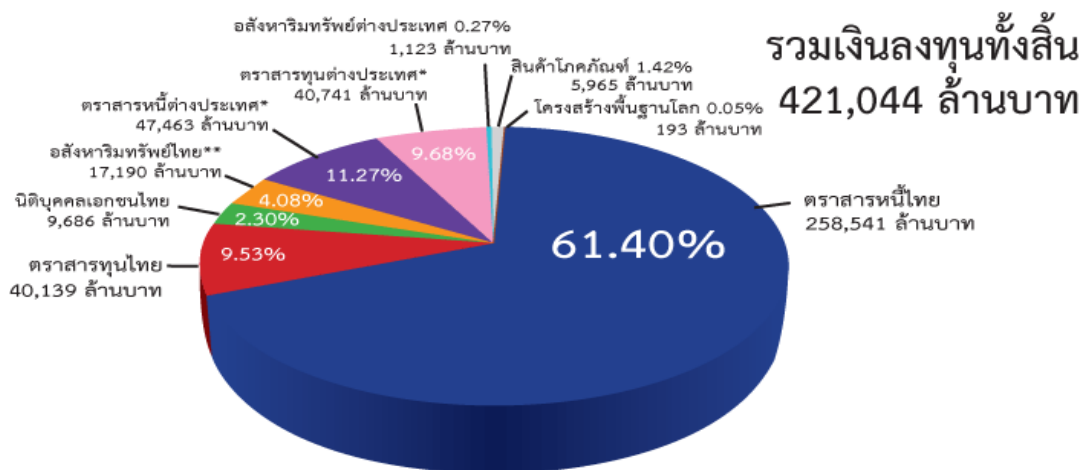
(2) การมอบหมายให้จัดการเงินกองทุนในต่างประเทศ ผู้ได้รับมอบหมายจะต้องเป็นสถาบันการเงินหรือนิติบุคคลอื่นที่มีความเชี่ยวชาญในด้านการลงทุนในต่างประเทศ และต้องได้รับอนุญาตจากหน่วยงานที่กำกับดูแลตามกฎหมายของประเทศนั้น ๆ สำหรับคุณสมบัติอื่นจะกำหนดเพิ่มเติมในกฎกระทรวง

### 3.2.2 สัดส่วนการลงทุน แยกตามประเภทตราสาร ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555<sup>4</sup>

แผนภาพที่ 3.1 สถานะการลงทุนที่แท้จริงของ กบข. ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2555

#### สถานะการลงทุนที่แท้จริงของ กบข. ณ ธันวาคม 2555

(เฉพาะส่วนของเงินสมาชิก กองกลาง และเงินสมาชิกที่พ้นสมาชิกภาพ)



ที่มา : [www.gpf.or.th](http://www.gpf.or.th)

กบข. บริหารกองทุนตามหลักการของการดูแลเงินของผู้อื่นให้เทียบเท่าหรือสำคัญยิ่งกว่าเงินของตนเอง ในการตัดสินใจลงทุนต้องมีการศึกษาถ่วงปรองวิเคราะห์ด้วยความระมัดระวัง รอบคอบ และมีการกระจายความเสี่ยง โดยมีเป้าหมายที่จะได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ เพื่อให้เงินออมของสมาชิกไม่ค้อยค่าและมีเพียงพอไว้ใช้ในวัยเกษียณ

<sup>4</sup> <http://www.gpf.or.th>

ความเสี่ยงมีหลายประเภท นอกจากความเสี่ยงเกี่ยวกับการผันผวนของราคาดอลลาร์ที่คนทั่วไปเข้าใจแล้ว ยังหมายถึงความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสต็อก ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ และความเสี่ยงอื่น ๆ ด้วย ซึ่งการบริหารความเสี่ยงจะต้องพิจารณาความเสี่ยงทุกประเภทอย่างรอบคอบ

กบข. มีการวิเคราะห์ความเสี่ยงตามหลักสากล โดย กบข. ได้ว่าจ้างบริษัทที่ปรึกษาชั้นนำของโลกมาช่วยศึกษา ช่วยวางเป้าหมายและนโยบายในการจัดสรรเงินการลงทุนไปยังสินทรัพย์ต่าง ๆ การกำหนดตัวเทียบวัด รวมถึงการวางกรอบการกำกับควบคุมความเสี่ยงด้านการลงทุน

### โครงสร้างและกระบวนการตัดสินใจลงทุน

แผนภาพที่ 3.2 โครงสร้างและกระบวนการตัดสินใจลงทุน



กระบวนการตัดสินใจเป็นลำดับขั้น เริ่มที่คณะกรรมการ หรือบอร์ด กบข. วางนโยบายการลงทุน กำกับดูแลและควบคุมการลงทุนให้เป็นไปตามกฎหมาย นโยบายและเป้าหมาย รวมทั้ง สำหรับการลงทุน (Asset Allocation) ที่กำหนด ลำดับถัดมาคือ คณะอนุกรรมการจัดการลงทุน ซึ่งจัดตั้งขึ้นตามกฎหมาย มีหน้าที่กลั่นกรองข้อเสนอของระดับสำนักงานก่อนเสนอคณะกรรมการ รวมทั้งกำกับดูแลการลงทุนของ สำนักงานและเป็นที่ปรึกษาไปพร้อมกัน หลังจากนั้นจะเป็นระดับของสำนักงานที่มีเลขธิการและผู้บริหาร ระดับสูงร่วมกันเป็นคณะจัดการกลยุทธ์การลงทุนทำหน้าที่กำหนดกลยุทธ์ กรอบ และเงื่อนไขที่จะต้อง ดำเนินการภายใต้กรอบที่คณะกรรมการกำหนดและสุดท้าย คือ กระบวนการพิจารณาการลงทุนเป็นการทำงาน ในระดับเจ้าหน้าที่หรือผู้จัดการกองทุนภายใน ที่ต้องดำเนินการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ดีที่สุดสำหรับ



สมาชิก ภายใต้กรอบการลงทุนและนโยบายที่กำหนด ซึ่งเป็นกระบวนการตัดสินใจลงทุนที่มีการตรวจสอบถ่วงดุลซึ่งกันและกัน มีข้อมูลที่ได้จากการวิเคราะห์ กลั่นกรอง และโปร่งใสตรวจสอบได้ทุกขั้นตอน

นอกจากนี้ กบข. ยังได้แต่งตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงและคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อกำกับดูแลการบริหารงานของ กบข. ด้วย

ทั้งนี้ กบข. ได้จัดทำถ้อยแถลงนโยบายการลงทุน (Investment Policy Statement) เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องทุกส่วน รวมถึงคณะกรรมการ และคณะกรรมการต่าง ๆ รับทราบหน้าที่และความรับผิดชอบอย่างครบถ้วนและเพื่อให้การปฏิบัติงานเป็นไปด้วยความโปร่งใส ตรวจสอบได้

เพื่อให้การปฏิบัติงานด้านการลงทุนมีความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพ คณะกรรมการ กบข. จึงมอบอำนาจอนุมัติด้านการลงทุนบางเรื่องให้กับคณะกรรมการจัดการลงทุน ซึ่งรวมถึงการลงทุนทางเลือกในวงเงินไม่เกิน 200 ล้านบาท

ตารางที่ 3.3 สรุปการลงทุนของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ

| ประเภท | กฎหมายจัดตั้งกองทุน                                                                              | กฎระเบียบการลงทุน                                                   | ขั้นตอนและวิธีการลงทุน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | เงินลงทุน (ล้านบาท)                                                                                                                                                                                    | เป้าหมายการลงทุน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | การบริหารความเสี่ยง                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | การประเมินผล                                                                                                                                                                                                                                                        | บุคลากรประสบการณ์ความพร้อมในการลงทุน                                                                                                                                   | ปัญหาอุปสรรค                                                                                                                                                                                                                            | ข้อเสนอแนะและอื่น ๆ                                                                                                                                                                                                          |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| กบข.   | - พรบ.กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พ.ศ. 2539 และประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาเมื่อวันที่ 27 กันยายน 2539 | - พระราชบัญญัติกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พ.ศ. 2539<br>- กฎกระทรวง | - กำหนดให้การลงทุนจะต้องลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความมั่นคงสูงไม่ต่ำกว่าร้อยละ 60 ของการลงทุนทั้งหมด และกฎกระทรวงว่าด้วยการลงทุนของสถาบันได้กำหนดการนำเงินไปลงทุนต้องลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงไม่ต่ำกว่าร้อยละ 40 ของเงินลงทุนทั้งหมด โดยการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นคงสูง<br>- กำหนดให้ลงทุนต่างประเทศได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของเงินกองทุน | - แบ่งสัดส่วนเงินลงทุนตามสัดส่วน SAA ปัจจุบันเป้าหมายอยู่ที่ร้อยละ 23 โดยมีรายละเอียดดังนี้ 1. ตราสารหนี้โลก ร้อยละ 10 2.ตราสารทุนโลก ร้อยละ 8 3.สินค้าโภคภัณฑ์ ร้อยละ 1 4.อสังหาริมทรัพย์โลก ร้อยละ 2 | - เป้าหมายการลงทุนของ กบข. คือ การสร้างผลตอบแทนที่ดีเพื่อเป็นเงินออมเพื่อการเกษียณอายุให้แก่สมาชิกที่เป็นข้าราชการ ดังนั้น ตามธรรมชาติแล้วการลงทุนของ กบข. จึงเป็นการลงทุนในระยะยาว โดยมีระยะการลงทุน (Investment Horizon) เฉลี่ยอยู่ที่ 10 ปี<br>- เป็นการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตลงทุนรวมถึงเป็นการเปิดการลงทุนให้กว้างขึ้นเนื่องจากตลาดเงิน | - ทำการบริหารความเสี่ยงทั้งในแง่ของสินทรัพย์และอัตราแลกเปลี่ยน โดย --> การลงทุนในสินทรัพย์แต่ละประเภทจะได้รับงบประมาณความเสี่ยงในรูปแบบของ Tracking Error --> สำหรับการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน มีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเภทสินทรัพย์ ขึ้นกับความเสี่ยงเฉพาะของแต่ละประเภท โดยตราสารหนี้จะทำการปิดความเสี่ยงด้านอัตรา | - กบข. ประเมินผลการลงทุนแบบ Relative Performance หมายถึง การกำหนดตัวเทียบวัด (Benchmark) ของแต่ละสินทรัพย์และ กบข. จะทำการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงกว่าตัวเทียบวัด ตัวอย่างเช่น การลงทุนในตราสารทุนโลก กบข. ใช้ดัชนี MSCI All Country World Index เป็นตัวเทียบวัด | - กบข. มีบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญและระบบที่ได้รับมอบหมายให้ทำการลงทุนต่างประเทศ โดยเฉพาะ โดยได้เริ่มลงทุนต่างประเทศอย่างจริงจังนับแต่ปี 2549 และได้มีการพัฒนาเรื่อยมา | - การป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งมีขาดความคล่องตัว (Unwind position)<br>- การใช้เครื่องมือใหม่ๆ ในการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่ม Derivative ยังไม่แพร่หลายในประเทศไทย ซึ่งในความเป็นจริงแล้วถือเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการลดความ | - ควรจะให้กฎหมายเปิดเสนอแนวทางในการหาผลตอบแทนได้<br>-Currency overlay โดยแยก Currency ออกจากสินทรัพย์<br>- Asset class แยกกันจะบริหารได้ดีขึ้น<br>-รัฐควรให้ความสำคัญในเรื่องภาษี เพราะเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อกำไร/ขาดทุน |

|  |  |  |  |                                                                             |                                                                                                                     |                                                                                                        |  |  |                                    |                                                                                                                                                   |
|--|--|--|--|-----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|--|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |  |  | <p>5. โครงสร้างพื้นฐานโลก ร้อยละ 1</p> <p>6. นิติบุคคลเอกชนโลก ร้อยละ 1</p> | <p>ตลาดทุนไทยยังไม่มีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย รวมทั้งสภาพคล่องยังไม่สามารถรองรับเงินทุนของนักลงทุนสถาบันขนาดใหญ่ได้</p> | <p>แลกเปลี่ยนทั้งหมด ในขณะที่สินทรัพย์ประเภทอื่นจะมีการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนตามสภาวะตลาด</p> |  |  | <p>เสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพ</p> | <p>โดยเฉพาะตราสารหนี้ -การลงทุนในต่างประเทศมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และควรให้ความสำคัญในการลงทุนในภูมิภาคอาเซียน ซึ่งมี potential ในการ upgrade สูง</p> |
|--|--|--|--|-----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|--|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

ที่มา : ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ ปี 2554

### 3.3 แหล่งที่มาของเงินลงทุน

#### 3.3.1 ภาพรวมแหล่งที่มาของเงินลงทุน

หน่วยงานภาครัฐของไทย ที่ประกอบด้วย องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และทุนหมุนเวียนของรัฐ มีเงินฝากธนาคารในระดับสูง ประเมินว่า มีมูลค่ามากกว่า 1.0 ล้านล้านบาท จากรายงานของธนาคารแห่งประเทศไทยและกรมบัญชีกลางพบว่าวงเงินสะสมในบัญชีเงินฝากธนาคารมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 3.4 เงินฝากสุทธิขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และทุนหมุนเวียนของรัฐ

| หน่วยงาน/กองทุน                      | เงินฝากธนาคาร (ล้านล้านบาท) |
|--------------------------------------|-----------------------------|
| 1. องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น          | 0.37                        |
| 2. รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน | 0.44                        |
| 3. ทุนหมุนเวียน (110 ทุนหมุนเวียน)   | 0.21                        |
| <b>รวม</b>                           | <b>1.02</b>                 |

หมายเหตุ :

1. ข้อมูลขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น และรัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน มิถุนายน 2555 จาก ธปท.
2. ข้อมูลทุนหมุนเวียน ณ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2555 (ไตรมาส 3 ปี พ.ศ. 2555) จากกรมบัญชีกลาง

จากตารางที่ 3.4 จะเห็นได้ว่าแต่ละหน่วยงาน/กองทุนมีปริมาณเงินฝากสุทธิในธนาคารอยู่ในระดับสูง ซึ่งผลตอบแทนที่ได้จากการฝากเงินในธนาคารนั้นอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนในการลงทุนประเภทอื่น ทำให้เสียโอกาสในการได้รับประโยชน์จากเงินฝากดังกล่าว ยิ่งกว่านั้น ยังสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการจัดการการลงทุนของแต่ละหน่วยงานว่ายังไม่มีประสิทธิภาพ ดังนั้น จึงมีความจำเป็นที่จะต้องศึกษาแนวทางการลงทุนของแต่ละหน่วยงาน/กองทุน เนื่องจากมีเงินฝากในระบบสูงมาก แต่ขาดการบริหารจัดการที่ดี

### 3.3.2 องค์การปกครองส่วนท้องถิ่น

#### 1) ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับองค์การปกครองส่วนท้องถิ่น<sup>5</sup>

“องค์การปกครองส่วนท้องถิ่น” หมายความว่า องค์การบริหารส่วนจังหวัด เทศบาล องค์การบริหารส่วนตำบล กรุงเทพมหานคร เมืองพัทยา และองค์การปกครองส่วนท้องถิ่นที่มีกฎหมายจัดตั้งตามพระราชบัญญัติกำหนดแผนและขั้นตอนการกระจายอำนาจให้แก่องค์การปกครองส่วนท้องถิ่น พ.ศ. 2542 องค์การปกครองส่วนท้องถิ่นมีความเป็นอิสระในการปกครองตนเอง โดยเป็นหน่วยงานราชการที่มีความสำคัญอย่างยิ่ง เพราะเป็นหน่วยงานที่ใกล้ชิดกับประชาชนมีหน้าที่ความรับผิดชอบดังนี้

(1) เป็นงานที่เกี่ยวกับสภาพแวดล้อมของท้องถิ่น และงานที่เกี่ยวกับการอำนวยความสะดวกในชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชน ได้แก่ การจัดทำถนน สะพาน สวนหย่อม สวนสาธารณะ การกำจัดขยะมูลฝอย เป็นต้น

(2) เป็นงานที่เกี่ยวกับการป้องกันภัย รักษาความปลอดภัย เช่น งานดับเพลิง

(3) เป็นงานที่เกี่ยวกับสวัสดิการสังคม ด้านนี้มีความสำคัญต่อประชาชนในท้องถิ่นมาก เช่น การจัดให้มีหน่วยบริการทางสาธารณสุขจัดให้มีสถานสงเคราะห์เด็กและคนชรา เป็นต้น

(4) เป็นงานที่เกี่ยวกับการพาณิชย์ท้องถิ่น เพราะเป็นงานที่หากปล่อยให้ประชาชนดำเนินการเองอาจไม่ได้รับผลดีเท่าที่ควรจะเป็น เช่น การจัดให้มีโรงรับจำนำ การจัดตลาด และงานต่าง ๆ ที่มีรายได้โดยสามารถเรียกค่าบริการจากประชาชน

#### 2) รูปแบบองค์ประกอบของการปกครองท้องถิ่น สาระสำคัญมีดังนี้

(1) เป็นองค์กรที่มีฐานะเป็นนิติบุคคล และทบวงการเมือง

(2) มีสภาและผู้บริหารระดับท้องถิ่นมาจากการเลือกตั้งตามที่บัญญัติไว้ในกฎหมายรัฐธรรมนูญ

(3) มีอิสระในการปกครองตนเอง

(4) มีเขตการปกครองที่ชัดเจนและเหมาะสม

(5) มีงบประมาณรายได้เป็นตนเองอย่างเพียงพอ

(6) มีบุคลากรปฏิบัติงานของตนเอง

(7) มีอำนาจหน้าที่ที่เหมาะสมต่อการให้บริการ

(8) มีอำนาจออกข้อบังคับเป็นกฎหมายของท้องถิ่นภายใต้ขอบเขตของกฎหมายแม่บท

(9) มีความสัมพันธ์กับส่วนกลางในฐานะเป็นหน่วยงานระดับรองของรัฐ

#### 3) การบริหารการคลังท้องถิ่น

การปกครองท้องถิ่นที่มีลักษณะประชาธิปไตยนั้น นอกจากจะมีคณะผู้บริหารหรือผู้บริหารตลอดจนฝ่ายนิติบัญญัติที่มาจากการเลือกตั้งของประชาชนในท้องถิ่นนั้น ๆ และมีฐานะเป็นนิติบุคคลที่สามารถทำสัญญากับองค์กรต่าง ๆ ตลอดจนมีความเป็นอิสระในการกำหนดนโยบาย และการบริหารงานใน

<sup>5</sup> คู่มือแนะนำการชำระภาษีอากรขององค์การปกครองส่วนท้องถิ่น กรมสรรพากร

ท้องถิ่นแล้ว องค์ประกอบสำคัญอีกอย่างหนึ่งซึ่งขาดไม่ได้เลยก็คือ “ความเป็นอิสระทางการคลัง” ได้แก่ การจัดทำงบประมาณ การจัดเก็บภาษี และการแสวงหารายได้อื่น ๆ สภาพที่องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นต้องพึ่งเงินจำนวนมากในแต่ละปีจากรัฐบาลส่วนกลาง และเป็นการได้รับเงินอุดหนุนอย่างมีเงื่อนไข ก็กล่าวได้ว่าองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นนั้นยังขาดอิสระทางการคลัง และเมื่อขาดอิสรภาพดังกล่าว ประกอบกับงบประมาณมีจำนวนจำกัดก็ย่อมเป็นปัญหาใหญ่ และมีผลสำคัญต่อสถานภาพขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นนั้น ๆ

ดังนั้น เพื่อให้การบริหารองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นมีประสิทธิภาพ สามารถแก้ไขปัญหาต่าง ๆ ในท้องถิ่นและยกระดับคุณภาพของชุมชนได้ ความเป็นอิสระทางการคลังหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ระบบการคลังของประเทศมีลักษณะกระจายอำนาจเป็นปัจจัยที่มีความจำเป็นอย่างยิ่งสำหรับการปกครองท้องถิ่น โดยมีเหตุผลพอสรุปได้ดังนี้

(1) รัฐบาลส่วนกลางไม่สามารถตัดสินใจเรื่องการคลังในระดับท้องถิ่นได้ เนื่องจากรัฐบาลส่วนกลางมีนโยบายที่จะต้องดูแลรับผิดชอบ และมีท้องถิ่นมากมายที่ยังมีปัญหา และปัญหาก็มีลักษณะที่แตกต่างกัน

(2) ท้องถิ่นไม่เพียงแต่อยู่ใกล้ชิดข้อมูล เข้าใจเรื่องราวและปัญหาต่าง ๆ ในท้องถิ่นได้ดี หากยังเป็นเจ้าของสถานที่ปฏิบัติการใด ๆ ที่เกิดขึ้นก็จะส่งผลต่อพื้นที่ และผู้ที่อยู่ในพื้นที่ ดังนั้น การตัดสินใจจึงควรเป็นเรื่องของท้องถิ่น

(3) อิสรภาพของท้องถิ่นจะช่วยให้คนในท้องถิ่นมีความตื่นตัวทางการเมือง และระดับของสำนึกท้องถิ่นสูงเพิ่มขึ้น มีจิตสำนึกในการเสียภาษีเพื่อท้องถิ่นมากขึ้น และเป็นการพัฒนากระบวนการมีส่วนร่วมทางการเมืองได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลต่อการพัฒนาชุมชนและประเทศชาติในระยะยาว

(4) อิสรภาพทางการคลังจะเป็นไปได้ก็ต่อเมื่อมีการกระจายอำนาจ หรือการปกครองตนเองแบบประชาธิปไตยสำหรับท้องถิ่น

การคลังท้องถิ่น หมายถึง การบริหารงานคลังของหน่วยงานปกครองท้องถิ่น ซึ่งเป็นการพิจารณาถึง การจัดหารายได้ การกำหนดรายจ่าย การจัดทำงบประมาณ การจัดซื้อ การจัดจ้าง การบัญชี การตรวจสอบบัญชีของหน่วยงานการปกครองท้องถิ่น

ดังนั้น การบริหารการคลังท้องถิ่น จึงประกอบด้วย การหารายได้ขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น และการจัดการรายจ่ายเป็นสำคัญ ซึ่งการกระจายอำนาจให้องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นตามหลักการปกครองตนเองที่กำหนดไว้ในรัฐธรรมนูญนั้น องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นจะต้องจัดหารายได้ด้วยตนเองให้มากที่สุด โดยการจัดเก็บภาษีท้องถิ่นตามที่กฎหมายกำหนดให้เต็มความสามารถ และถ้าหารายได้ไม่เพียงพอกับรายจ่ายที่จำเป็นต้องใช้ในการจัดบริการพื้นฐานแล้ว รัฐบาลจึงควรเข้าไปให้ความช่วยเหลือ เช่น ให้เงินอุดหนุนตามความจำเป็น

4) รายได้ขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น

แนวคิดในการกำหนดรายได้ขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นนั้น มุ่งเน้นการจัดหารายได้ที่มาจากพื้นที่ของท้องถิ่นเป็นหลัก และเป็นการส่งเสริมการบริหารจัดการขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นให้มีประสิทธิภาพ แต่ในขั้นตอนการพัฒนาเพื่อให้ถึงระดับที่องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นสามารถมีแหล่งรายได้ที่มาจากพื้นที่ของตนเองให้มากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ และเพื่อให้กลไกการหารายได้ของท้องถิ่นเป็นเครื่องมือในการสร้างการมีส่วนร่วมของประชาชนในการให้บริการสาธารณะที่เมื่อมีการร่วมรับภาระต้นทุนให้บริการแล้ว การตัดสินใจเกี่ยวกับขนาดและคุณภาพการให้บริการจะเปลี่ยนจากการทำโดยฝ่ายบริหารขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นเพียงอย่างเดียว เป็นการร่วมคิดร่วมทำกับประชาชนผู้จ่ายเงินให้แก่องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นในรูปของรายได้ประเภทต่าง ๆ

พระราชบัญญัติกำหนดแผนและขั้นตอนการกระจายอำนาจให้แก่องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น พ.ศ. 2542 ในหมวดการจัดสรรส่วนภาษีและอากร ได้กำหนดรายได้ขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นประเภทต่าง ๆ ไว้ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 4 กลุ่ม ดังนี้

- (1) เทศบาล เมืองพัทยา องค์การบริหารส่วนตำบล (อบต.) และองค์กรปกครองรูปแบบพิเศษไม่เต็มพื้นที่จังหวัด อาจมีรายได้ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 23
- (2) องค์การบริหารส่วนจังหวัด (อบจ.) อาจมีรายได้ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 24
- (3) กรุงเทพมหานคร (กทม.) อาจมีรายได้ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 25
- (4) องค์กรปกครองรูปแบบพิเศษเต็มพื้นที่จังหวัด อาจมีรายได้ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 23 และมาตรา 24

### ตารางที่ 3.5 รายได้ขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น

| องค์การบริหารส่วนจังหวัด                                                                                                                                                                                                                                                       | เทศบาล                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | องค์การบริหารส่วนตำบล                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1. รายได้ที่จัดเก็บเอง ได้แก่</b><br>1.1 รายได้จากค่าธรรมเนียม ค่าใบอนุญาต และค่าปรับ<br>1.2 รายได้จากทรัพย์สินของ องค์การบริหารส่วนจังหวัด<br>1.3 รายได้จากสาธารณูปโภค<br>1.4 รายได้จากการพาณิชย์<br>1.5 รายได้อื่นที่กฎหมายบัญญัติให้เป็นขององค์การบริหารส่วนจังหวัด เช่น | <b>1. รายได้ที่จัดเก็บเอง ได้แก่</b><br>1.1 ภาษีจัดเก็บเองที่เป็นรายได้ของเทศบาล ได้แก่ ภาษีโรงเรือนและที่ดิน ภาษีป้าย ภาษีบำรุงท้องที่ อากรการฆ่าสัตว์และอากรรังนกอีแอ่น<br>1.2 รายได้จากค่าธรรมเนียม ค่าใบอนุญาตและค่าปรับ เช่น ค่าธรรมเนียมการจัดเก็บขยะตามกฎหมายการสาธารณสุข ฯลฯ<br>1.3 รายได้จากทรัพย์สินของ | <b>1. รายได้ที่จัดเก็บเอง ได้แก่</b><br>1.1 ภาษีจัดเก็บเองที่เป็นรายได้ขององค์การบริหารส่วนตำบล ได้แก่ ภาษีโรงเรือนและที่ดิน ภาษีป้าย ภาษีบำรุงท้องที่ อากรการฆ่าสัตว์และอากรรังนกอีแอ่น<br>1.2 รายได้จากค่าธรรมเนียม ค่าใบอนุญาตและค่าปรับ เช่น ค่าธรรมเนียมการจัดเก็บขยะตามกฎหมายการสาธารณสุข ฯลฯ<br>1.3 รายได้จากทรัพย์สินของ |

| องค์การบริหารส่วนจังหวัด                                                                                                                                                  | เทศบาล                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | องค์การบริหารส่วนตำบล                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ค่าตอบแทนรายปี ตามประมวลกฎหมายที่ดิน                                                                                                                                      | เทศบาล<br>1.4 รายได้จากสาธารณูปโภค<br>1.5 รายได้จากการพาณิชย์<br>1.6 รายได้อื่นที่กฎหมายกำหนด                                                                                                                                                                                                              | อบต.<br>1.4 รายได้จากสาธารณูปโภค<br>1.5 รายได้จากการพาณิชย์<br>1.6 รายได้อื่นที่กฎหมายกำหนด                                                                                                                                                                                                                               |
| 2. ภาษีและค่าธรรมเนียมที่รัฐจัดเก็บให้และจัดสรรให้ ได้แก่<br>2.1 ภาษีและค่าธรรมเนียมรถยนต์และล้อเลื่อน<br>2.2 ภาษีมูลค่าเพิ่ม<br>2.3 ค่าภาคหลวงแร่และค่าภาคหลวงปิโตรเลียม | 2. ภาษีและค่าธรรมเนียมที่รัฐจัดเก็บให้และจัดสรรให้ ได้แก่<br>2.1 ภาษีมูลค่าเพิ่ม<br>2.2 ภาษีธุรกิจเฉพาะ<br>2.3 ภาษีสุรา และ ภาษีสรรพสามิต<br>2.4 ภาษีการพนัน<br>2.5 ค่าธรรมเนียมจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมอสังหาริมทรัพย์<br>2.6 ค่าภาคหลวงแร่และค่าภาคหลวงปิโตรเลียม                                       | 2. ภาษีและค่าธรรมเนียมที่รัฐจัดเก็บให้และจัดสรรให้ ได้แก่<br>2.1 ภาษีมูลค่าเพิ่ม<br>2.2 ภาษีธุรกิจเฉพาะ<br>2.3 ภาษีสุรา และภาษีสรรพสามิต<br>2.4 ค่าธรรมเนียมจดทะเบียนสิทธิและนิติกรรมอสังหาริมทรัพย์<br>2.5 ค่าภาคหลวงแร่ และค่าภาคหลวงปิโตรเลียม<br>2.6 เงินที่เก็บตามกฎหมายว่าด้วยอุทยานแห่งชาติในองค์การบริหารส่วนตำบล |
| 3. เงินอุดหนุนจากรัฐบาล อาทิ เช่น<br>3.1 เงินอุดหนุนทั่วไปตามอำนาจหน้าที่<br>3.2 เงินอุดหนุนกำหนดวัตถุประสงค์<br>3.3 เงินอุดหนุนเฉพาะกิจ                                  | 3. เงินอุดหนุนจากรัฐบาล อาทิเช่น<br>3.1 เงินอุดหนุนทั่วไปตามอำนาจหน้าที่<br>3.2 เงินอุดหนุนกำหนดวัตถุประสงค์ ตัวอย่างเช่น เบี้ยยังชีพคนชรา เบี้ยยังชีพผู้ป่วยเอดส์ เบี้ยยังชีพคนพิการ ศูนย์บริการทางสังคม ศูนย์เด็กเล็ก อาหารเสริม (นม) และอาหารกลางวันสำหรับเด็กนักเรียน และอื่น ๆ และเงินอุดหนุนเฉพาะกิจ | 3. เงินอุดหนุนจากรัฐบาล อาทิเช่น<br>3.1 เงินอุดหนุนทั่วไปตามอำนาจหน้าที่<br>3.2 เงินอุดหนุนกำหนดวัตถุประสงค์ ตัวอย่างเช่น เบี้ยยังชีพคนชรา เบี้ยยังชีพผู้ป่วยเอดส์ เบี้ยยังชีพคนพิการ ศูนย์บริการทางสังคม ศูนย์เด็กเล็ก อาหารเสริม (นม) และอาหารกลางวันสำหรับเด็กนักเรียน และอื่น ๆ และเงินอุดหนุนเฉพาะกิจ                |



5) รายจ่ายขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น

องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นจะใช้จ่ายเงินในรายการใด ๆ นั้นจะต้องมีกฎหมายกำหนดไว้เท่านั้น ซึ่งกฎหมายขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นแต่ละรูปแบบจะกำหนดการใช้จ่ายไว้อย่างชัดเจนดังต่อไปนี้

(1) องค์การบริหารส่วนจังหวัด พระราชบัญญัติองค์การบริหารส่วนจังหวัด พ.ศ. 2540 ได้บัญญัติให้องค์การบริหารส่วนจังหวัดอาจมีรายจ่ายตามมาตรา 74 ดังนี้

(1.1) เงินเดือน

(1.2) ค่าจ้าง

(1.3) เงินค่าตอบแทนอื่น ๆ

(1.4) ค่าใช้สอย

(1.5) ค่าวัสดุ

(1.6) ค่าครุภัณฑ์

(1.7) ค่าที่ดิน สิ่งก่อสร้าง และทรัพย์สินอื่น ๆ

(1.8) เงินอุดหนุน

(1.9) รายจ่ายอื่นใดตามที่มิใช่ผูกพัน หรือตามที่กฎหมาย หรือระเบียบของกระทรวงมหาดไทยกำหนดไว้

(2) เทศบาล พระราชบัญญัติเทศบาล พ.ศ. 2496 และแก้ไขเพิ่มเติม (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2505 ได้บัญญัติให้เทศบาลอาจมีรายจ่ายตามมาตรา 67 ดังนี้

(2.1) เงินเดือน

(2.2) ค่าจ้าง

(2.3) เงินตอบแทนอื่น ๆ

(2.4) ค่าใช้สอย

(2.5) ค่าวัสดุ

(2.6) ค่าครุภัณฑ์

(2.7) ค่าที่ดิน สิ่งก่อสร้าง และทรัพย์สินอื่น ๆ

(2.8) เงินอุดหนุน

(2.9) รายจ่ายอื่นใดตามข้อผูกพัน หรือตามที่กฎหมาย หรือระเบียบของกระทรวงมหาดไทยกำหนดไว้

(3) องค์การบริหารส่วนตำบล พระราชบัญญัติสภาตำบลและองค์การบริหารส่วนตำบล พ.ศ. 2537 ได้บัญญัติให้องค์การบริหารส่วนตำบลอาจมีรายจ่ายตามมาตรา 85 ดังนี้

(3.1) เงินเดือน

(3.2) ค่าจ้าง

- (3.3) เงินค่าตอบแทนอื่น ๆ
- (3.4) ค่าใช้สอย
- (3.5) ค่าวัสดุ
- (3.6) ค่าครุภัณฑ์
- (3.7) ค่าที่ดิน สิ่งก่อสร้าง และทรัพย์สินอื่น
- (3.8) ค่าสาธารณูปโภค
- (3.9) เงินอุดหนุนหน่วยงานอื่น
- (3.10) รายจ่ายใดตามข้อผูกพัน หรือตามที่มีกฎหมาย หรือระเบียบของ

กระทรวงมหาดไทยกำหนดไว้

(4) กรุงเทพมหานคร พระราชบัญญัติระเบียบบริหารราชการกรุงเทพมหานคร พ.ศ. 2528 ได้บัญญัติให้กรุงเทพมหานครอาจมีรายจ่าย ตามมาตรา 118 ดังนี้

- (4.1) เงินเดือน
- (4.2) ค่าจ้างประจำ
- (4.3) ค่าจ้างชั่วคราว
- (4.4) ค่าตอบแทน
- (4.5) ค่าใช้สอย
- (4.6) ค่าสาธารณูปโภค
- (4.7) ค่าวัสดุ
- (4.8) ค่าครุภัณฑ์
- (4.9) ค่าที่ดินและสิ่งก่อสร้าง
- (4.10) เงินอุดหนุน
- (4.11) รายจ่ายอื่นตามที่กฎหมาย หรือระเบียบของกรุงเทพมหานครกำหนดไว้
- (4.12) รายจ่ายตามข้อผูกพัน

(5) เมืองพัทยา พระราชบัญญัติระเบียบบริหารราชการเมืองพัทยา พ.ศ. 2542 ได้บัญญัติให้เมืองพัทยาอาจมีรายจ่าย ตามมาตรา 91 ดังนี้

- (5.1) เงินเดือน
- (5.2) ค่าจ้าง
- (5.3) ค่าตอบแทน
- (5.4) ค่าใช้สอย
- (5.5) ค่าวัสดุ
- (5.6) ค่าครุภัณฑ์
- (5.7) ค่าที่ดินและสิ่งก่อสร้าง

(5.8) เงินอุดหนุน

(5.9) รายจ่ายตามข้อผูกพัน

(5.10) รายจ่ายอื่นตามที่กฎหมายบัญญัติ หรือข้อบัญญัติกำหนด

อย่างไรก็ดี ข้อมูลในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ตั้งแต่ประมาณ พ.ศ. 2544 รัฐบาลได้จัดสรรงบประมาณอุดหนุนให้ออปท. จำนวน 73,266.3 ล้านบาท ขณะที่ปีงบประมาณ พ.ศ. 2554 มีการจัดสรรเงินให้ออปท. 431,255 ล้านบาท ซึ่งวงเงินจะเพิ่มขึ้นทุกปี ซึ่งการใช้จ่ายเงินของอปท. ทั้งที่ได้รับจัดสรรจากรัฐบาลกลางและในส่วนที่อปท. จัดเก็บเอง จากรายงานธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ที่รวบรวมเงินฝากซึ่งเปิดในชื่ออปท. เป็นเจ้าของบัญชีกระจายอยู่ตามบัญชีเงินฝากของธนาคาร

ทั้งนี้ เงินฝากสุทธิของอปท. ในสิ้นปี พ.ศ. 2555 จำนวน 372,731 ล้านบาท

### 3.3.3 รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

#### 1) ความเป็นมาของรัฐวิสาหกิจในประเทศไทย<sup>6</sup>

นับแต่มีการเปลี่ยนแปลงการปกครองจากระบบสมบูรณาญาสิทธิราชเป็นระบบประชาธิปไตยในปี พ.ศ. 2475 รัฐวิสาหกิจเสมือนหนึ่งเป็นเครื่องมือสำคัญที่รัฐบาลไทยนำทรัพยากรของประเทศมาใช้ในการพัฒนาประเทศทั้งในเชิงการฟื้นฟูบูรณะประเทศ และเชิงการสร้างระบบการบริการพื้นฐาน สร้างความเจริญและความก้าวหน้าให้กับประเทศ ซึ่งรัฐวิสาหกิจในกลุ่มแรกที่ถูกสร้างขึ้น โดยคณะราษฎรผู้บริหารประเทศสมัยนั้นเพื่อมาใช้ฟื้นฟูระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยภายหลังการเปลี่ยนแปลงการปกครอง คือ รัฐวิสาหกิจทางอุตสาหกรรม เช่น บริษัทข้าวไทย บริษัทประมงไทย บริษัทเดินเรือไทย และบริษัทไทยเดินเรือทะเล ส่วนรัฐวิสาหกิจประเภทอื่น ๆ อาทิ เช่น รัฐวิสาหกิจทางการพาณิชย์กรรม เช่น บริษัทค้าพืชผลไทยและบริษัทพืชกรรม ถูกจัดตั้งขึ้นในเวลาต่อมา นอกจากนี้ รัฐบาลได้จัดตั้งรัฐวิสาหกิจขึ้นอีกเป็นจำนวนมากเพื่อฟื้นฟูบูรณะประเทศ และสร้างสังคมไทยให้มีความเจริญก้าวหน้าหลังจากที่ประเทศไทยผ่านวิกฤตสงครามโลก ครั้งที่ 2 เช่น รัฐวิสาหกิจที่เกี่ยวข้องกับเชื้อเพลิง รัฐวิสาหกิจที่เป็นสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐาน รัฐวิสาหกิจที่เป็นกิจการที่ภาคเอกชนไม่พร้อมต่อการให้บริการแก่ประชาชน คือ องค์การการขนส่งมวลชนกรุงเทพ องค์การเบตเตอร์ องค์การแก้ว องค์การกำจัดน้ำเสีย

#### 2) โครงสร้างและวัตถุประสงค์ในการดำเนินการของรัฐวิสาหกิจไทย

ปัจจุบันประเทศไทยมีรัฐวิสาหกิจจำนวนทั้งสิ้น 58 แห่ง ซึ่งมีกฎหมายจัดตั้งโดยพระราชบัญญัติ พระราชกฤษฎีกา ประกาศคณะปฏิวัติ ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัด ระเบียบหรือข้อบังคับ หรือพระราชกำหนด รัฐวิสาหกิจเกือบทุกแห่งจะมีสภาพเป็นนิติ

<sup>6</sup> เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (สคร.). “ข้อมูลรัฐวิสาหกิจ”,

<http://www.sepo.go.th/2011-06-02-07-08-54/blog.htm>

บุคคล ซึ่งสามารถกระทำนิติกรรมสัญญาได้ ยกเว้น รัฐวิสาหกิจเพียง 5 แห่งที่จัดตั้งตามระเบียบ หรือข้อบังคับที่ไม่อยู่ในฐานะนิติบุคคล

รูปแบบองค์กรของรัฐวิสาหกิจไทยมี 4 รูปแบบคือ

(1) เป็นองค์กรของรัฐที่เป็นนิติบุคคล รัฐวิสาหกิจส่วนมากไม่ว่าจะเป็นรัฐวิสาหกิจที่มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินการในลักษณะใดจะมีรูปแบบองค์กรดังกล่าว เช่น การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย องค์การสวนยาง ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย สำนักงานสลากกินแบ่งรัฐบาล เป็นต้น

(2) เป็นองค์กรของรัฐที่ไม่เป็นนิติบุคคล ซึ่งมีจำนวนแค่ 5 แห่ง ได้แก่ โรงงานไฟ องค์การสุรา โรงงานยาสูบ โรงพิมพ์ตำรวจ และสำนักงานธนาคุณเคราะห์ จะสังเกตได้ว่า 3 แห่งแรกเป็นรัฐวิสาหกิจที่ผูกขาดใน “ธุรกิจบาป” ที่รัฐต้องการจะควบคุม คือ การพนัน สุราและยาสูบ จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องจดทะเบียนเป็นนิติบุคคลเนื่องจากการให้รายได้จากการผูกขาดในธุรกิจบาปทั้งหมดเข้าสู่รัฐโดยตรง ในขณะที่โรงพิมพ์ตำรวจเป็นส่วนหนึ่งของสำนักงานตำรวจแห่งชาติ จึงไม่จำเป็นต้องเป็นนิติบุคคลสุดท้ายสำนักงานธนาคุณเคราะห์ ซึ่งดำเนินธุรกิจโรงรับจำนำอยู่ภายใต้สังกัดกระทรวงวัฒนธรรมและความไม่มั่นคงของมนุษย์มีกรอบการดำเนินการที่จำกัดมิได้เป็นเป้าหมายในการขยายธุรกิจแต่อย่างใด

(3) เป็นบริษัทจำกัด จากการที่มีการแปลงทุนเป็นเรือนหุ้นเพื่อให้มีการดำเนินงานในลักษณะเดียวกับภาคเอกชน ซึ่งมีจำนวน 8 แห่ง บางรายรัฐยังคงถือหุ้นร้อยละ 100 เช่น บริษัท ไทยเดินเรือทะเล จำกัด หรือบริษัท ไปรษณีย์ไทย จำกัด บางรายมีเอกชนเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อยด้วย เช่น บริษัทวิทยุการบินแห่งประเทศไทย จำกัด หรือบริษัท ขนส่ง จำกัด

(4) เป็นบริษัทมหาชนจำกัด จากการนำรัฐวิสาหกิจที่แปลงสภาพเป็นบริษัทจำกัดเข้าตลาดหลักทรัพย์เพื่อที่จะกระจายหุ้นบางส่วนให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไป เพื่อระดมทุนในการขยายธุรกิจ ในปัจจุบันมีรัฐวิสาหกิจที่เป็นบริษัทมหาชนทั้งหมด 7 แห่ง ในจำนวนนี้ 5 แห่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และมีการซื้อขายหุ้นอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แล้วในขณะที่อีก 2 แห่ง คือ บริษัท ทีโอที จำกัด (มหาชน) และ บริษัท กสท. โทรคมนาคม จำกัด (มหาชน) ยังไม่เข้าตลาดหลักทรัพย์

3) เหตุผลในการจัดตั้งรัฐวิสาหกิจในประเทศไทย

เหตุผลในการจัดตั้งรัฐวิสาหกิจมีหลายสาเหตุ ซึ่งสามารถจัดกลุ่มได้เป็น 2 เหตุผลสำคัญ คือ เหตุผลทั่วไปและเหตุผลเฉพาะ ดังนี้

(1) เหตุผลทั่วไป

(1.1) เพื่อการดำเนินธุรกิจแทนรัฐ หรือเพื่อเป็นต้นแบบ/แบบอย่างแก่เอกชนในการทำธุรกิจ

(1.2) เพื่อความมั่นคงของประเทศ กรณีที่ไม่ต้องการให้ต่างชาติเข้ามามีบทบาทในกิจการบางอย่างของประเทศ เช่น กิจการที่เป็นสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐาน ไฟฟ้า ประปา เป็นต้น

(1.3) เพื่อการบริการสาธารณูปโภคและสาธารณูปการแก่ประชาชน เช่น กิจการขนส่งต่าง ๆ โทรศัพท์ เป็นต้น

(1.4) เพื่อควบคุมสินค้าอันตราย จึงผูกขาดให้รัฐดำเนินการแต่เพียงผู้เดียว เช่น สุรายาสูบ และไฟ เป็นต้น

(1.5) เพื่อประโยชน์ด้านการคลังและส่งเสริมสังคมและวัฒนธรรม เช่น การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย เป็นต้น

(2) เหตุผลเฉพาะ

(2.1) เพื่อแก้ไขปัญหาการครองชีพของประชาชน เช่น บริษัทข้าวไทย บริษัทน้ำตาล จำกัด เป็นต้น

(2.2) เพื่อแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ เช่น ธนาคารกรุงไทย จำกัด

(2.3) เพื่อผลทางกฎหมาย/การดำเนินนโยบายเฉพาะของรัฐบาล

4) ความสำคัญของรัฐวิสาหกิจต่อประเทศไทย

ดังที่กล่าวมาข้างต้นไม่ว่าจะเป็นเหตุผลทั่วไปหรือเหตุผลเฉพาะในการจัดตั้งรัฐวิสาหกิจก็ตามรัฐบาลจัดตั้งรัฐวิสาหกิจมาเพื่อต้องการให้ประชาชนได้รับการบริการสาธารณูปโภค สาธารณูปการที่จำเป็นต่อชีวิตความเป็นอยู่และการประกอบอาชีพเพื่อให้สามารถดำรงอยู่ในสังคมได้อย่างอยู่เย็นเป็นสุขในสภาพแวดล้อมที่ดี ดังเช่น การไฟฟ้า น้ำประปา โทรศัพท์ ไปรษณีย์โทรเลข รถไฟ รถเมล์ ท่าเรือ และท่าอากาศยาน เป็นต้น จึงถือได้ว่ารัฐวิสาหกิจเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการพัฒนาประเทศและเป็นการสำคัญต่อการกระตุ้นเศรษฐกิจและสังคมไทยให้เจริญก้าวหน้า นอกจากนี้ รัฐวิสาหกิจยังเป็นฐานรายได้แก่รัฐบาล รวมทั้งยังเป็นแหล่งการสร้างงานและผลิตพนักงานที่มีคุณภาพให้กับตลาดแรงงานเป็นจำนวนมาก โดยความสำคัญของรัฐวิสาหกิจสามารถสรุปประเด็น ดังนี้

(1) เป็นหน่วยงานภาครัฐ ที่มีบทบาทสำคัญในการจัดหาบริการพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศในด้านพลังงาน ประปา การคมนาคมขนส่ง และระบบโทรคมนาคมและการสื่อสาร ซึ่งถือเป็นเครื่องมือของภาครัฐในการพัฒนาประเทศ

(2) การบริการขั้นพื้นฐานที่รัฐวิสาหกิจดำเนินการ เป็นปัจจัยสำคัญในการเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง (Real Sector) ได้แก่ ภาคเกษตรกรรม อุตสาหกรรม และการบริการรวมทั้งส่งเสริมคุณภาพชีวิต และความเป็นอยู่ให้แก่มวลชนท้องถิ่นทั่วประเทศ

(3) เป็นกลไกสำคัญในการรักษาเสถียรภาพด้านการเงินการคลังของประเทศ รัฐวิสาหกิจเป็นเครื่องมือสำคัญที่รัฐบาลไทยใช้ในการกำกับฐานะดุลการคลังโดยรวมของภาครัฐด้วยการกำกับการเบิกจ่ายลงทุนของรัฐวิสาหกิจให้สอดคล้องกับรายได้ที่สามารถจัดหาได้เพื่อให้มีฐานะดุลงบประมาณที่เหมาะสมกับเป้าหมายในการรักษาเสถียรภาพด้านการคลังประเทศ

(4) เป็นกลไกสำคัญกระตุ้นและฟื้นฟูเศรษฐกิจด้วยรัฐวิสาหกิจมีขนาดการใช้จ่ายทั้งรายจ่ายประจำปี และรายจ่ายการลงทุนสูงถึงประมาณร้อยละ 70 ของรายจ่ายลงทุนรวมภาครัฐ

(5) เป็นแหล่งการจ้างงานรายใหญ่ของประเทศ

อย่างไรก็ดี รัฐวิสาหกิจกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงินมีรายได้ถึง 3.46 ล้านล้านบาท มีกำไรสุทธิ 1.86 แสนล้านบาท รวมทั้งสินทรัพย์และหนี้สินของกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงินจำนวน 4.39 ล้านล้านบาท และ 2.62 ล้านล้านบาท ตามลำดับ

ทั้งนี้ เงินฝากสุทธิของรัฐวิสาหกิจกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ในสิ้นปี พ.ศ. 2555 มีจำนวน 4.24 แสนล้านบาท

### 3.3.4 ทุณหมุนเวียน

#### 1) ความหมาย การจัดตั้ง และวิธีการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน

##### (1) ความหมาย

ทุนหมุนเวียน หมายถึง ทุนที่ตั้งขึ้นเพื่อกิจการซึ่งอนุญาตให้นำรายรับสมทบทุนไว้ใช้จ่ายได้ ซึ่งการตั้งเป็นทุนหมุนเวียนเพื่อการใดให้กระทำได้แต่โดยกฎหมายตามนัยมาตรา 12 แห่งพระราชบัญญัติเงินคงคลัง พ.ศ. 2491 และที่แก้ไขเพิ่มเติม ตัวอย่างทุนหมุนเวียน อาทิ กองทุนเงินให้กู้ยืมเพื่อการศึกษา เงินทุนหมุนเวียนเพื่อพัฒนาสถาบันอุดมศึกษาเอกชน กองทุนการปฏิรูปที่ดินเพื่อเกษตรกรรม กองทุนพัฒนาฝีมือแรงงาน และเงินทุนหมุนเวียนการผลิตหรือยุทโธปกรณ์และการทำของ

##### (2) ความจำเป็นของการจัดตั้งทุนหมุนเวียน

(2.1) ผ่อนคลายการควบคุม: หลักการโดยทั่วไป เงินที่ส่วนราชการได้รับต้องนำส่งคลังเป็นรายได้แผ่นดินและใช้จ่ายจากเงินงบประมาณประจำปีซึ่งผ่านกระบวนการทางรัฐสภาฯ แต่การใช้จ่ายเงินของทุนหมุนเวียนเป็นอำนาจของคณะรัฐมนตรี

(2.2) มีการกระจายอำนาจให้ส่วนราชการ : ส่วนราชการสามารถเบิกจ่ายเงินได้ตามวัตถุประสงค์ และตามระเบียบที่กระทรวงการคลังกำหนด

(2.3) สะดวกคล่องตัวในการเบิกจ่าย : ในกรณีที่มีความจำเป็น ผู้บริหารทุนหมุนเวียนสามารถขอตกลงกระทรวงการคลังนำเงินไปฝากธนาคารพาณิชย์ได้

(2.4) การบริหารงานสำเร็จรวดเร็ว : ในกรณีที่มีงานเร่งด่วนที่นอกเหนือจากแผนงานประจำปี สามารถขอทำความเข้าใจกับกระทรวงการคลังดำเนินการได้

(2.5) เป็นส่วนเสริมภารกิจเงินงบประมาณ: ในกรณีที่เงินงบประมาณที่ได้รับการจัดสรรไม่เพียงพอ สามารถใช้เงินของทุนหมุนเวียนดำเนินการได้ ทั้งนี้จะต้องเป็นตามวัตถุประสงค์และระเบียบของเงินทุนหมุนเวียนนั้น ๆ

#### (3) หลักเกณฑ์ในการพิจารณาจัดตั้งทุนหมุนเวียน

(3.1) มีความจำเป็น มีวัตถุประสงค์ในการจัดตั้ง และลักษณะการดำเนินงานต้องไม่ซ้ำซ้อนกับทุนหมุนเวียนที่ได้ดำเนินการอยู่แล้ว

(3.2) ต้องไม่เป็นการดำเนินกิจการที่แข่งขันกับเอกชน หรือกิจกรรมที่เอกชนสามารถดำเนินการได้อยู่แล้ว

(3.3) หน่วยงานนั้น ๆ ต้องมีความพร้อมในการบริหาร ซึ่งความพร้อมดังกล่าวหมายความว่ารวมถึงความพร้อมทางด้านบุคลากรด้วย

(3.4) กิจกรรมที่มีการดำเนินงานโดยใช้แหล่งเงินจากงบประมาณแผ่นดินอยู่แล้ว ในหลักการไม่สมควรที่จะจัดเป็นทุนหมุนเวียนขึ้นอีกต่างหาก เพราะจะก่อให้เกิดปัญหาการดำเนินงานที่ซ้ำซ้อนและยากต่อการติดตามและประเมินผล เว้นแต่จะมีความจำเป็นกรณีพิเศษ

(4) ขั้นตอนการดำเนินงานทุนหมุนเวียนเมื่อได้รับอนุมัติจัดตั้ง

(4.1) แจ้งกระทรวงการคลังและขอเปิดบัญชีเงินทุนหมุนเวียนเพื่อโอนงบประมาณที่ได้รับ การจัดสรร

(4.2) กำหนดระเบียบของทุนหมุนเวียน โดยได้รับความเห็นชอบจากกระทรวงการคลัง

(4.3) ทำประมาณการรายรับ – รายจ่ายของทุนหมุนเวียน เสนอขออนุมัติกระทรวงการคลัง

(4.4) จัดทำงบการเงินเมื่อสิ้นปีงบประมาณ

(4.5) ทำรายงานผลการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน เสนอหัวหน้าส่วนราชการ และกระทรวงการคลัง

(กรณีที่เป็ทุนหมุนเวียนที่จัดตั้งตามกฎหมายเฉพาะดำเนินการตามที่กฎหมายกำหนด)

(5) การบริหาร และการใช้จ่ายเงิน

| การบริหารทุนหมุนเวียน | การใช้จ่ายเงิน           |
|-----------------------|--------------------------|
| 1. มีคณะกรรมการ       | 1. คณะกรรมการอนุมัติ     |
| 2. ไม่มีคณะกรรมการ    | 2. กระทรวงการคลังอนุมัติ |

(6) การควบคุมเงินทุนหมุนเวียน

(6.1) ควบคุมโดยกระทรวงการคลัง(กำหนดระเบียบ อนุมัติประมาณการรายจ่ายประจำปี ทำความตกลงกรณีนอกเหนือระเบียบ)

(6.2) สำนักงานตรวจเงินแผ่นดิน (ตรวจสอบงบการเงิน)

(6.3) การติดตามประเมินผลของกระทรวงการคลัง

(7) การติดตามประเมินผลการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน

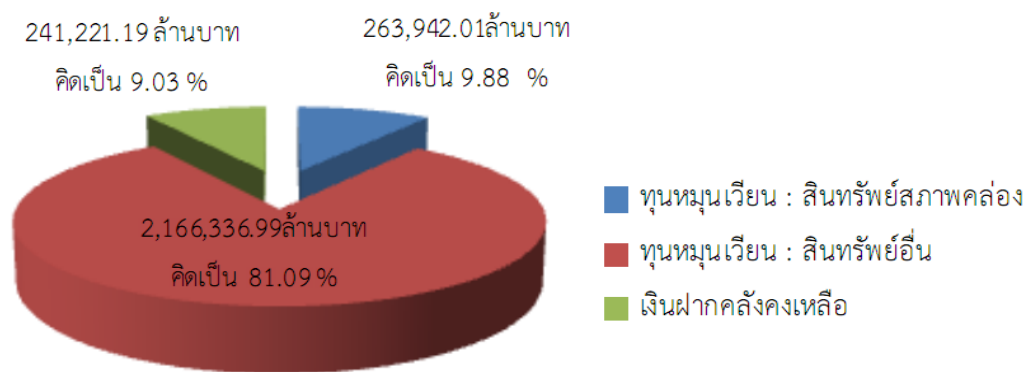
กรมบัญชีกลางได้ขอความร่วมมือให้ส่วนราชการจัดทำรายงานต่าง ๆ เป็นรายเดือน เพื่อนำมาวิเคราะห์ และจัดทำรายงานทางการเงิน รวมทั้งการให้เจ้าหน้าที่ผู้ปฏิบัติงานและผู้บริหารเดินทางไปติดตามผลการดำเนินงานของทุนหมุนเวียนนั้น ๆ เพื่อให้รับทราบถึงสภาพปัญหาและอุปสรรคต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นประโยชน์ในการพิจารณาอนุมัติประมาณการรายจ่าย

ประจำปี ปรับปรุงการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และการนำเงินคงเหลือเกินความจำเป็นที่จะใช้จ่ายในการดำเนินงานนำส่งเป็นรายได้แผ่นดินต่อไป และได้เตรียมที่จะนำระบบงบประมาณแบบมุ่งเน้นผลงานมาใช้ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงินของทุนหมุนเวียน

## 2) ภาพรวมแสดงข้อมูลทางการเงินของทุนหมุนเวียน

ข้อมูลเบื้องต้น ณ วันที่ 30 มิถุนายน พ.ศ. 2555 (ประจำไตรมาสที่ 3 ปีงบประมาณ พ.ศ. 2555) มีทุนหมุนเวียนที่อยู่ในกำกับดูแลของส่วนราชการจำนวน 110 ทุน โดยมีฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นข้อมูลเบื้องต้น ดังนี้ (ที่มา: กลุ่มงานยุทธศาสตร์และสารสนเทศฯ/สำนักกำกับและพัฒนาระบบเงินนอกงบประมาณ/ กรมบัญชีกลาง)

### แผนภาพที่ 3.3 มูลค่าทรัพย์สินของเงินนอกงบประมาณ (ทุนหมุนเวียน)



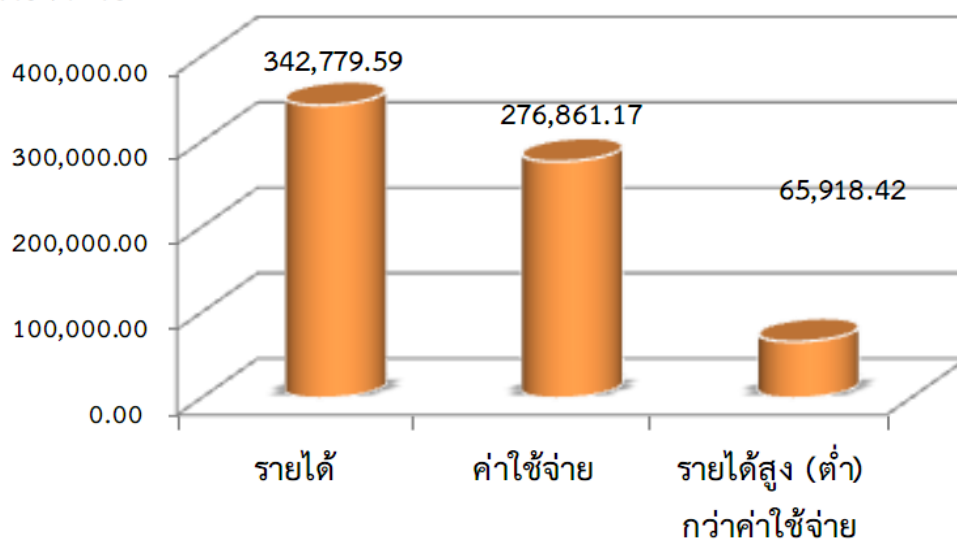
\* สินทรัพย์รวม (เงินทุนหมุนเวียน + เงินฝากคลัง) = 2,671,500.19 ล้านบาท

ที่มา : กลุ่มพัฒนาเงินนอกงบประมาณ/กรมบัญชีกลาง



### แผนภาพที่ 3.4 ผลการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน

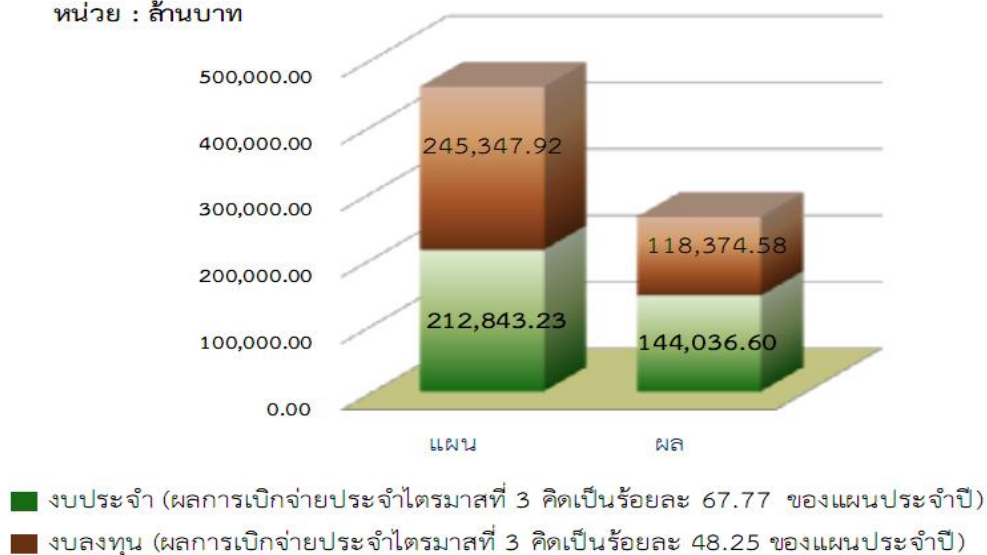
หน่วย : ล้านบาท



ที่มา : กลุ่มพัฒนาเงินนอกงบประมาณ/กรมบัญชีกลาง

### แผนภาพที่ 3.5 แผนและผลการใช้จ่ายเงินของทุนหมุนเวียน

หน่วย : ล้านบาท



ที่มา : กลุ่มพัฒนาเงินนอกงบประมาณ/กรมบัญชีกลาง

ตารางที่ 3.6 ฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของทุนหมุนเวียน

|                                | จำนวนเงิน (ล้านบาท) | ร้อยละ |
|--------------------------------|---------------------|--------|
| สินทรัพย์                      | 2,430,279.00        | 100.00 |
| หนี้สิน                        | 661,105.54          | 27.20  |
| ทุน                            | 1,769,173.46        | 72.80  |
| รายได้                         | 342,779.59          | 100.00 |
| ค่าใช้จ่าย                     | 276,861.17          | 80.77  |
| รายได้สูง (ต่ำ) กว่าค่าใช้จ่าย | 65,918.42           | 19.23  |

ที่มา: กลุ่มพัฒนาเงินนอกงบประมาณ/กรมบัญชีกลาง

ตารางที่ 3.7 สินทรัพย์สภาพคล่องของทุนหมุนเวียน

|               | จำนวนเงิน (ล้านบาท) | ร้อยละ |
|---------------|---------------------|--------|
| เงินสด        | 186.63              | 0.07   |
| เงินฝากธนาคาร | 216,207.23          | 81.91  |
| เงินฝากคลัง   | 47,548.15           | 18.01  |
| รวม           | 263,942.01          | 100.00 |

ที่มา: กลุ่มพัฒนาเงินนอกงบประมาณ/กรมบัญชีกลาง

ตารางที่ 3.8 ผลการใช้จ่ายเงินของทุนหมุนเวียน

| ไตรมาสที่ 3/ปีงบประมาณ 2555 (หน่วย: ล้านบาท) |                             |            |                       |
|----------------------------------------------|-----------------------------|------------|-----------------------|
|                                              | แผนประจำปี<br>งบประมาณ 2555 | ผลเบิกจ่าย | ร้อยละ<br>การเบิกจ่าย |
| งบประจำ                                      | 212,843.23                  | 144,036.60 | 67.67                 |
| งบลงทุน                                      | 245,347.92                  | 118,374.58 | 48.25                 |
| รวม                                          | 458,191.15                  | 262,411.18 | 57.27                 |

ที่มา: กลุ่มพัฒนาเงินนอกงบประมาณ/กรมบัญชีกลาง

ตารางที่ 3.9 ระบบบริหารเงินทุนหมุนเวียน (เงินนอกงบประมาณ)

| ประเภท           | การจัดตั้ง                                                                                                                                                            | การกำกับ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | การประเมินผล                                                                                       | การยกเลิก                                                                                                                                                                         |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ทุน<br>หมุนเวียน | - พ.ร.บ. เงินคลัง<br>พ.ศ. 2549 (มาตรา<br>12)<br><br>- มติ ครม. 26<br>สิงหาคม 2551<br><br>กำหนดแนวทาง<br>จัดตั้งและ<br>คณะกรรมการ<br>กลั่นกรองจัดตั้งทุนฯ<br>หมุนเวียน | - มติ ครม. 22 ก.ค. 29<br>กำหนดให้เสนอคำขอ<br>อนุมัติประมาณการ<br>รายจ่ายประจำปีภายใน<br>มิถุนายน<br><br>- พิจารณานุมัติประมาณ<br>การรายจ่ายประจำปีและ<br>เพิ่มเติม<br><br>- มติ ครม. 18 พ.ย. 46<br>กำหนดให้เข้าร่วมเป็น<br>คณะกรรมการใน<br>คณะกรรมการบริหารทุน<br>หมุนเวียน<br><br>- กำหนดรายงานรับ-<br>จ่ายเงินตามระเบียบที่<br>เกี่ยวข้องและหนังสือสั่ง | - มติ ครม. 30<br>ก.ย. 46<br>กำหนดให้<br>กรมบัญชีกลาง<br>ดำเนินการระบบ<br>ประเมินผลทุน<br>หมุนเวียน | - พ.ร.บ. ให้อำนาจ<br>กระทรวงการคลัง<br>รวมหรือยุบเลิกทุน<br>หมุนเวียน พ.ศ.<br>2543<br><br>- กำหนดแนวทาง<br>ปฏิบัติรวมหรือยุบ<br>เลิกทุนหมุนเวียน<br>ตามมาตรา 9 แห่ง<br>พ.ร.บ. ให้ |

ที่มา : กลุ่มพัฒนาเงินนอกงบประมาณ/กรมบัญชีกลาง

จากการศึกษาในบทนี้ พบว่ากองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐที่มีการลงทุนในต่างประเทศมี 2 กองทุน  
สำคัญ คือ กองทุนประกันสังคม และ กบข. ซึ่งมีประสบการณ์การลงทุนในต่างประเทศเป็นระยะเวลานาน  
โดยเน้นการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศที่มีความมั่นคงสูง ประกอบด้วย พันธบัตรรัฐบาลต่างประเทศ

พันธบัตรรัฐวิสาหกิจต่างประเทศ และหุ้นกู้เอกชนต่างประเทศที่มีความมั่นคงสูง ซึ่งได้สร้างผลตอบแทนแก่กองทุนอย่างต่อเนื่อง และมีแนวโน้มการขยายเพดานการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศสูงขึ้นเช่นกัน สำหรับหน่วยงานภาครัฐอื่นของไทย เช่น องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่มีใช้สถาบันการเงิน และทุนหมุนเวียนของรัฐ มีเงินฝากธนาคารในระดับสูง ซึ่งผลตอบแทนที่ได้จากการฝากเงินในธนาคารนั้นอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนในการลงทุนประเภทอื่น ทำให้เสียโอกาสในการได้รับประโยชน์จากเงินฝากดังกล่าว ยิ่งกว่านั้น ยังสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการจัดการการลงทุนของแต่ละหน่วยงานว่ายังไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งถ้าหากมีการจัดการเงินกองทุน โดยเฉพาะเงินฝากเหล่านั้นอย่างเหมาะสม รวมทั้งการบริหารการลงทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดีได้ ก็จะนำไปสู่การเติบโตที่มั่นคงของกองทุนได้

## บทที่ 4

### แบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน

#### 4.1 แนวคิดการพัฒนาและโครงสร้างแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน

การศึกษาผลกระทบของการลงทุนในต่างประเทศต่อระบบเศรษฐกิจมีหลายรูปแบบ ซึ่งแนวทางหนึ่งในการใช้ประเมินผลกระทบคือ การพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งในการพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนมีหลายวิธี ทั้งทางเศรษฐมิติ อาทิ การศึกษาบนพื้นฐานของแนวคิด Growth Theory เช่น การศึกษาของ Kormendi and Meguire (1985)<sup>1</sup>, Barro (1991)<sup>2</sup> และ Bailliu (2000)<sup>3</sup> และการใช้แบบจำลอง CGE (Computational General Equilibrium) อาทิ David Roland-Holst (2001)<sup>4</sup> ศึกษาผลกระทบจากการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจรายภาคการผลิต รวมทั้งภาคครัวเรือนและการกระจายรายได้

สำหรับการศึกษานี้ใช้วิธีทางเศรษฐมิติโดยพัฒนาแบบจำลองขนาดปานกลางที่สะดวกในการใช้ทำ Simulation ผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดการเงิน โดยเลือกพัฒนาแบบจำลองขนาดกลาง โดยประยุกต์และปรับปรุงแบบจำลองเศรษฐกิจการคลัง พ.ศ. 2549 และแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน เวทวงศ์และคณะ (2552)<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> Kormendi, R. and P. Meguire. 1985. "Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence." *Journal of Monetary Economics* 16(2): 141–163.

<sup>2</sup> Barro, R. 1991. "Economic Growth in a Cross Section of Countries." *Quarterly Journal of Economics* 106(2): 407–444.

<sup>3</sup> Bailliu, J. "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries." Bank of Canada Working Paper 2000-15

<sup>4</sup> David Roland-Holst (2001), "Capital Flows and Economy-wide Modeling", Handout prepared for the International Symposium on "Impacts of Trade Liberalization Agreements on Latin America and the Caribbean", Sponsored by the Inter-American Development Bank and the Centre d' Etudes Prospectives et d'Information Internationales, November 5-6, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.

<sup>5</sup> เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุธี เหลืองอร่ามกุล นงนุช ตันตีสันติวงศ์ (2549) "โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549" สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และเวทวงศ์และคณะ (2552) "โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย" สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง สำหรับรายละเอียดของแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนอยู่ใน ส่วน 4.2

ระบบแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุนถูกพัฒนาขึ้นเพื่อใช้ประโยชน์ ประเมินผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุน ทั้งจากการไหลออกของเงินลงทุนและการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างประเทศ ต่อเศรษฐกิจไทย และตลาดการเงิน อาทิเช่น ภาคการบริโภค และภาคการลงทุน

ระบบแบบจำลองฯพัฒนาขึ้นตามหลักเศรษฐมิติ และทฤษฎีเศรษฐศาสตร์รวมทั้งทฤษฎีทางการเงินที่เกี่ยวข้อง มีใช้โปรแกรมเศรษฐมิติสำเร็จรูป EVIEWS ในการหาความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจต่าง ๆ และเพื่อความสะดวกในการใช้ การปรับปรุงและพัฒนาต่อยอดของระบบแบบจำลองฯ จึงทำการสร้างแบบจำลองที่ได้จาก EVIEWS ให้อยู่ในรูปของ Excel

ระบบแบบจำลองฯเป็นการพัฒนาจากแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค (Macro Econometric Model) โดยแนวคิดแบบจำลองในระดับมหภาคจะเน้นการพิจารณาการส่งผ่านของปัจจัยทางเศรษฐกิจในระดับมหภาค (Macroeconomic Variables) เช่น เงินทุนเคลื่อนย้าย อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ หรืออัตราเงินเฟ้อ ไปสู่แนวโน้มของเศรษฐกิจโดยรวม

#### 4.1.1 แนวคิดการพัฒนาแบบจำลอง

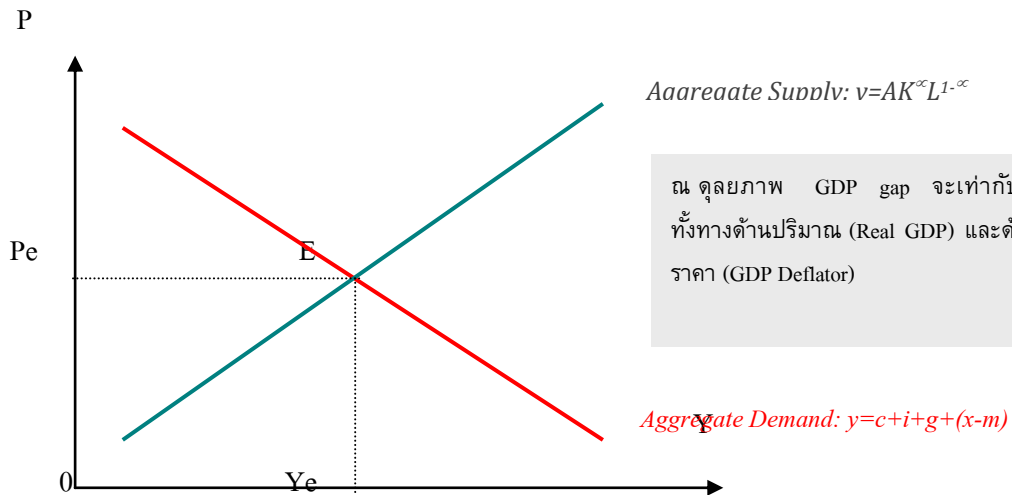
แนวคิดที่สำคัญของการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุนพัฒนาจากแนวคิดพื้นฐานของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์จากการสร้างดุลยภาพระบบเศรษฐกิจ (Economic Equilibrium) กล่าวคือ ดุลยภาพระบบเศรษฐกิจจะมีก็ต่อเมื่ออุปสงค์มวลรวม (Aggregate Demand) เท่ากับอุปทานมวลรวม (Aggregate Supply) ดังนั้น ในสถานการณ์ที่เศรษฐกิจเบี่ยงเบนออกจากดุลยภาพ คือ เกิดอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess Demand) หรืออุปทานส่วนเกิน (Excess Supply) แล้วแต่กรณี จะมีกลไกการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพใหม่เสมอ โดยผ่านองค์ประกอบทั้งในด้านอุปสงค์และอุปทาน

1) ในด้านอุปสงค์มวลรวม ภายใต้แนวคิดเศรษฐศาสตร์ของสำนัก Keynesian ประกอบด้วยการบริโภคภาคเอกชน การลงทุนภาคเอกชน การบริโภคและการลงทุนภาครัฐที่ขึ้นอยู่กับงบประมาณรายจ่าย อัตราการเบิกจ่ายเงินงบประมาณ การส่งออกสินค้าและบริการและการนำเข้าสินค้าและบริการที่ปรับเปลี่ยนตามอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศ

2) ในด้านอุปทานมวลรวมนั้น จากแนวคิดของสำนัก Neoclassical ผลผลิตของประเทศจะขึ้นอยู่กับปัจจัยทุน (Capital) ปัจจัยแรงงาน (Labor) และปัจจัยอื่น ๆ รวมถึงภาคเศรษฐกิจรายสาขา เช่น ภาคเกษตรกรรม ภาคอุตสาหกรรม และภาคบริการ เป็นต้น

---

สำหรับผลกระทบ เป็นการวิเคราะห์เฉพาะผลกระทบจากการไหลออกของเงินทุน ไม่ได้รวมผลกระทบจากการส่งเงินและกำไรกลับเข้าประเทศ และวิเคราะห์เฉพาะการลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้และการกู้ยืม



ซึ่งในแบบจำลองก็จะนำแนวคิดดังกล่าวมาใช้ในการพัฒนาตัวแบบจำลอง กล่าวคือ หากอุปสงค์ภายในประเทศ (Domestic Demand) ปรับตัวสูงขึ้น และมีความต้องการมากกว่าสินค้าที่ผลิตได้จากภาคอุปทานในประเทศ (Domestic Supply) ก็จะส่งผลให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกินเกิดขึ้น (Excess Demand) ดังนั้นเพื่อให้เศรษฐกิจปรับตัวสู่ดุลยภาพก็จะทำให้เกิดการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นเพื่อปิดอุปสงค์ส่วนเกินดังกล่าว

สำหรับรายละเอียดระบบแบบจำลองตามหัวข้อ 4.2

#### 4.1.2 โครงสร้างแบบจำลอง

ระบบแบบจำลองแบบจำลองเศรษฐกิจจัดทำในรูปแบบของ Excel โดยระบบมี 2 ไฟล์ที่เชื่อมโยงกัน คือ

##### 1) Simulation

| simulation.xls (Compatibility Mode) - Microsoft Excel non-commercial use |            |            |            |            |            |            |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|--------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Assumptions                                                              |            |            |            |            |            |            |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Unit                                                                     | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 1. อัตราดอกเบี้ย                                                         | %YoY       | 4.23       | 5.71       | -2.15      | 5.71       | 2.54       | 2.00       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 2. ราคาเงินเฟ้อ                                                          | USD/Barrel | 67.83      | 78.19      | 61.40      | 78.19      | 104.37     | 110.00     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 3. Fed Fund rate (end of period)                                         | % p.a.     | 4.25       | 0.25       | 0.25       | 0.25       | 0.25       | 0.25       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 4. อัตราเงินเฟ้อ                                                         | %YoY       | 10.25      | 19.32      | -0.23      | 6.49       | 4.75       | 5.00       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 5. GDP                                                                   | % p.a.     | 3.25       | 3.45       | 1.25       | 2.00       | 3.50       | 3.25       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 6. อัตราเงินเฟ้อ                                                         | Baht/USD   | 34.56      | 33.28      | 34.33      | 31.72      | 30.00      | 28.50      |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 7. อัตราเงินเฟ้อ                                                         | ML/ML      | 1,668,962  | 1,644,471  | 1,902,760  | 1,767,826  | 2,079,385  | 2,183,354  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 8. อัตราเงินเฟ้อ                                                         | %YoY       | 2.84       | 16.56      | 7.31       | 9.10       | 9.10       | 8.34       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 9. อัตราเงินเฟ้อ                                                         | บาท/บาท    | 191.00     | 199.50     | 208.00     | 213.00     | 223.39     | 300.00     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Output                                                                   |            |            |            |            |            |            |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Unit                                                                     | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 1. GDP ณ ราคาตลาด                                                        | บาท        | 8,525,197  | 9,069,466  | 8,803,414  | 9,432,041  | 9,891,430  | 10,459,294 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 2. GDP Growth ณ ราคาตลาด                                                 | %YoY       | 6.0        | 6.2        | -3.0       | 7.0        | 3.2        | 5.8        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 3. GDP ณ ราคาตลาด                                                        | บาท        | 65,910,108 | 66,371,880 | 66,616,483 | 67,384,330 | 67,776,469 | 68,249,897 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 4. GDP Per Capita                                                        | บาท/คน     | 129,345.0  | 136,811.9  | 131,716.6  | 143,831.7  | 146,944.1  | 153,250.0  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 5. GDP Per Capita                                                        | USD/คน     | 3,742.2    | 4,111.6    | 3,836.4    | 4,486.5    | 4,781.1    | 5,257.1    |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 6. GDP ณ ราคาตลาด                                                        | %YoY       | 2.9        | 2.3        | 0.1        | 5.1        | 2.7        | 4.1        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 7. GDP ณ ราคาตลาด                                                        | %YoY       | 1.8        | 2.9        | 1.1        | 4.8        | 2.9        | 4.4        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 8. GDP ณ ราคาตลาด                                                        | %YoY       | 9.8        | 3.2        | 7.5        | 6.4        | 2.9        | 3.7        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 9. GDP ณ ราคาตลาด                                                        | %YoY       | 1.5        | 1.2        | 0.2        | 9.4        | 5.1        | 8.2        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 10. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | %YoY       | 0.4        | 3.2        | -10.1      | 13.8       | 7.3        | 6.5        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 11. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | %YoY       | 4.9        | 4.3        | 2.7        | 2.2        | 13.8       | 10.8       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 12. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | %YoY       | 7.8        | 5.1        | -12.5      | 14.7       | 12.8       | 7.6        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 13. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | %YoY       | 4.4        | 8.9        | -21.5      | 21.5       | 14.7       | 9.9        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 14. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | ML/USD     | 150,040    | 175,297    | 149,134    | 199,579    | 232,940    | 260,445    |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 15. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | %YoY       | 17.3       | 16.8       | -14.9      | 27.8       | 22.2       | 11.8       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 16. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | ML/USD     | -138,476   | -175,860   | -131,197   | -175,335   | -222,193   | -251,434   |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 17. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | %YoY       | 9.1        | 26.4       | -25.1      | 36.7       | 23.9       | 15.5       |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 18. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | ML/USD     | 11,572     | 237        | 17,947     | 11,241     | 10,755     | 9,012      |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 19. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | ML/USD     | 14,949     | -176       | 14,962     | 11,423     | 14,138     | 12,846     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 20. % of GDP                                                             | %          | 5.7        | -0.1       | 5.8        | 3.9        | 4.4        | 3.8        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 21. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | บาท        | 1,668,962  | 1,644,471  | 1,902,760  | 1,767,826  | 2,079,385  | 2,183,354  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 22. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | %YoY       | 20.8       | 15.7       | -7.1       | 17.5       | 5.0        | 6.0        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 23. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | ML/USD     | -1,729     | 12,192     | -2,777     | 17,201     | 7,685      | 8,421      |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 24. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | ML/USD     | 8,313      | 4,446      | 879        | 1,010      | 2,009      | 2,200      |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 25. 1. outward                                                           | ML/USD     | -3,817     | -4,953     | -4,896     | -5,310     | -6,000     | -6,600     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 26. 2. inward                                                            | ML/USD     | 11,330     | 8,539      | 4,576      | 6,320      | 8,000      | 8,600      |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 27. GDP ณ ราคาตลาด                                                       | ML/USD     | -6,727     | -3,680     | -4,986     | -19,234    | -6,000     | -6,600     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 28. 1. outward                                                           | ML/USD     | -5,632     | 440        | -8,204     | 1,196      | -4,000     | -4,600     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 29. 2. inward                                                            | ML/USD     | -2,905     | -2,630     | -2,398     | -8,008     | -9,000     | -9,600     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 30. 1. outward                                                           | ML/USD     | -3,315     | 9,925      | 2,249      | 5,965      | 585        | 721        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 31. 2. inward                                                            | ML/USD     | -2,905     | -2,630     | -2,398     | -8,008     | -9,000     | -9,600     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

[illegible]

simulation (Compatibility Mode) - Microsoft Excel non-commercial use

Home Insert Page Layout Formulas Data Review View

Font: Arial, Size: 10, Bold, Italic, Underline, Text Color, Background Color, Paragraph: Bullets, Numbering, Indentation, Alignment: Left, Center, Right, Justify, Merge & Center, Styles: Number, Conditional Formatting, Cell Styles, Cells: Insert, Delete, Format, Editing: Fill, Sort & Find, Filter, Select

Workbook: H04, Sheet: Summary Y1R18

|    | A                             | B       | C          | D          | E          | F          | G          | H          | I          | J | K  | L | M | N | O | P | Q | R | S | T | U | V | W |
|----|-------------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---|----|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
|    | Output                        | Unit    | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011H      | 2012H      | 2013H      |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 17 | 1. GDP ณ ราคาปัจจัย           | ล้านบาท | 8,525.197  | 9,080.466  | 8,903.474  | 9,492.045  | 10,391.430 | 10,655.294 | 11,122.659 |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 18 | 2. GDP Growth ณ ราคาปัจจัย    | %YoY    | 5.0        | 2.5        | -2.3       | 3.8        | 3.8        | 3.9        | 5.0        |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 19 | 3. ใช้จ่ายสาธารณะ             | หม      | 65,910.506 | 66,371.880 | 66,836.483 | 67,304.338 | 67,775.469 | 68,249.097 | 68,249.097 |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 20 | 4. GDP Per Capita             | บาท/คน  | 129,345.0  | 136,811.9  | 137,176.8  | 141,031.7  | 145,944.1  | 152,250.0  | 162,969.8  |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 21 | 5. GDP Per Capita             | USD/คน  | 3,742.2    | 4,111.6    | 3,836.4    | 4,446.5    | 4,785.1    | 4,991.9    | 5,257.1    |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 22 | 6. ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RC)       | %YoY    | 2.9        | 2.9        | 0.1        | 5.1        | 2.7        | 3.6        | 4.1        |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 23 | 8. ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RC) (RCp) | %YoY    | 1.8        | 2.9        | -1.1       | 4.8        | 2.9        | 3.6        | 4.4        |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 24 | 9. ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RC) (RCg) | %YoY    | 9.8        | 3.2        | 7.5        | 6.4        | 7.0        | 3.7        | 2.5        |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 25 | 7. ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RI)       | %YoY    | 1.5        | 1.2        | -8.2       | 9.4        | 5.1        | 8.2        | 8.1        |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 26 | 7.1 ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RIp)     | %YoY    | 0.4        | 3.2        | -13.1      | 13.8       | 7.3        | 6.5        | 7.3        |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 27 | 7.2 ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RIg)     | %YoY    | -4.9       | -4.7       | -2.2       | 2.7        | -1.7       | 13.8       | 10.8       |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 28 | 8. ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RIg)      | %YoY    | 7.8        | 5.1        | -12.5      | 14.7       | 12.8       | 7.6        | 7.6        |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 29 | 8. ภาครัฐโดยเฉลี่ย (RIg)      | %YoY    | 4.4        | 8.9        | -21.5      | 21.5       | 14.7       | 9.9        | 11.7       |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 30 | 10. มูลค่าเพิ่มโดยเฉลี่ย      | Mil USD | 150,048    | 175,297    | 149,134    | 190,579    | 232,548    | 260,445    | 293,763    |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 31 | %YoY                          | %YoY    | 17.3       | 16.8       | -14.8      | 27.8       | 22.2       | 11.9       | 12.8       |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 32 | 11. มูลค่าเพิ่มโดยเฉลี่ย      | Mil USD | -138,476   | -175,060   | -131,187   | -179,338   | -222,193   | -251,434   | -290,316   |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 33 | %YoY                          | %YoY    | 9.1        | 26.4       | 25.1       | 36.7       | 23.9       | 13.2       | 15.5       |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 34 | 12. มูลค่าเพิ่ม               | Mil USD | 11,532     | 237        | 17,947     | 11,241     | 10,755     | 9,012      | 3,387      |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 35 | 13. มูลค่าเพิ่มโดยเฉลี่ย      | Mil USD | 10,048     | -104       | 14,983     | 11,433     | 10,846     | 9,179      | 8,179      |   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 36 | % of GDP                      | %YoY    | 5.7        | -0.1       | 5.8        | 3.8        | 4.4        | 3.8        | 2.6        |   | </ |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |



## การพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

### (3) การทำ Simulation หรือ Run Worksheet q1\_2011

The screenshot shows a Microsoft Excel spreadsheet titled 'simulation.xls [Compatibility Mode] - Microsoft Excel non-commercial use'. The worksheet contains a table of economic data. The columns represent quarters from Q1 2006 to Q1 2011. The rows list various economic indicators. The 'Simulation' section is highlighted, showing values for GDP, Real Aggregate Demand, and other macroeconomic variables.

|                               | Q1 2006      | Q2 2006      | Q3 2006      | Q4 2006      | Q1 2007      | Q2 2007      | Q3 2007      | Q4 2007      | Q1 2008      | Q2 2008      | Q3 2008      | Q4 2008      | Q1 2009      | Q2 2009      | Q3 2009      | Q4 2009      | Q1 2010      | Q2 2010      | Q3 2010      | Q4 2010      | Q1 2011      |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Real Private Consumption (PC) | 1,173,534.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 |
| Real Disposable Income        | 1,240,956.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 |
| Real GDP (NGDP)               | 1,173,534.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 |
| Real Deflator (GDP)           | 1,173,534.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 |

### 2) Model

The screenshot shows a Microsoft Excel spreadsheet titled 'model.xls [Compatibility Mode] - Microsoft Excel non-commercial use'. The worksheet contains a table of economic data. The columns represent quarters from Q1 2006 to Q1 2011. The rows list various economic indicators. The 'Model' section is highlighted, showing values for Real Private Consumption, Real Disposable Income, and other macroeconomic variables.

|                               | Q1 2006      | Q2 2006      | Q3 2006      | Q4 2006      | Q1 2007      | Q2 2007      | Q3 2007      | Q4 2007      | Q1 2008      | Q2 2008      | Q3 2008      | Q4 2008      | Q1 2009      | Q2 2009      | Q3 2009      | Q4 2009      | Q1 2010      | Q2 2010      | Q3 2010      | Q4 2010      | Q1 2011      |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Real Private Consumption (PC) | 1,173,534.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 |
| Real Disposable Income        | 1,240,956.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 | 1,272,752.52 |
| Real GDP (NGDP)               | 1,173,534.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 |
| Real Deflator (GDP)           | 1,173,534.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 | 1,212,824.95 |

Model เป็นไฟล์ที่รวมระบบสมการ Macro Model โดยมีทั้งหมด 8 Worksheet ใช้สำหรับการปรับปรุงแบบจำลอง Macro Model

## การพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ

## 4.2 ระบบแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคเคลื่อนย้ายเงินทุน<sup>6</sup>

### 4.2.1 ภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector)

#### 1) การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนตามราคาคงที่

$$\Delta \text{Ln(RCP)} = \underset{(1.5437)}{0.0081} + \underset{(5.0212)}{0.6711} \Delta \text{Ln(RYD)} + \underset{(2.3735)}{0.0191} \Delta \text{Ln(Wealth)}$$

<sup>6</sup> ข้อมูลที่ใช้ในการทำแบบจำลองเป็นข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาส 1 ปี 1993 – ไตรมาส 3 ปี 2012

Ln คือ Natural Logarithms

Qi คือ ไตรมาสที่ i

ECM คือ Error Correction Term

ในแต่ละสมการ ตัวเลขในวงเล็บได้ค่าสัมประสิทธิ์ คือ t-statistics ของค่าสัมประสิทธิ์นั้น

Adj R<sup>2</sup> คือ Adjusted R-Squared

S.E. of Reg. คือ Standard Error of Regression

LM(4) คือ การทดสอบปัญหา Autocorrelation ของสมการ ซึ่งเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่า Residual ในไตรมาสปัจจุบันและใน 4 ไตรมาสก่อนหน้า ตัวเลขในวงเล็บ คือ p-value

$$\begin{aligned}
 &+ 0.0519 Q2 \quad - \quad 0.0501 Q3 \quad - \quad 0.0303 Q4 \\
 &\quad (5.5309) \quad \quad (-3.8990) \quad \quad (-2.2145) \\
 &- 0.3453 \text{ ECMRCP}(-1) \\
 &\quad (-2.9435)
 \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.6318 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0161 \quad \text{LM (4)} = 3.5035 \quad (0.2321)$$

$$\begin{aligned}
 \text{ECMRCP} = & \text{Ln(RCP)} - (-1.7312 + 1.1019 \text{ Ln(RYD)} - 0.3211 \text{ INF} \\
 & + 0.1576 \text{ (Wealth)} + 0.1012 Q2 + 0.0458 Q3 - 0.0123 Q4)
 \end{aligned}$$

## 2) การลงทุนภาคเอกชนตามราคางี้

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{Ln(RIP)} = & - 0.0194 + \quad 0.7080 \Delta \text{Ln(RGDP}(-1)) + \quad 0.1031 \Delta \text{Ln(LOAN+KAOTH)} \\
 & \quad (-0.6314) \quad (2.4860) \quad \quad (2.7721) \\
 & + 0.2634 \Delta \text{Ln(RIP)}(-1) \quad - \quad 0.0733 Q3 \quad + \quad 0.1494 Q4 \\
 & \quad (1.9821) \quad \quad (-2.8835) \quad \quad (4.9959) \\
 & - 0.2659 \text{ Dcrisis} \quad - \quad 0.4147 \text{ ECMRIP}(-1) \\
 & \quad (-5.3665) \quad \quad (-2.0166)
 \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.7291 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0643 \quad \text{LM (4)} = 1.2517 \quad (0.6331)$$

$$\begin{aligned}
 \text{ECMRIP} = & \text{Ln(RIP)} - (-0.3834 + 1.1960 \text{ Ln(RGDP}(-1)) \\
 & - 0.0539 \Delta \text{(MLR}(-1)\text{-INF}(-1)) + 0.9258 \text{ Ln (RIP)}(-1) - 0.0724 Q3 + 0.0992 Q4)
 \end{aligned}$$

## 3) การบริโภคภาครัฐบาลตามราคางี้

$$\text{RCG} = \text{CG/PCG}$$

## 4) การลงทุนภาครัฐตามราคางี้

$$\text{RIG} = \text{IG/PIG}$$

## 5) การส่งออกสินค้าตามราคางี้

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{Ln(RXG)} = & - 0.0206 + \quad 1.8957 \Delta \text{Ln(RGDP11)} \quad + \quad 0.0705 Q3 \\
 & \quad (-2.4027) \quad \quad (4.3158) \quad \quad (4.5443) \\
 & + 0.2960 \Delta \text{Ln(RXG)}(-1) \quad - \quad 0.6729 \text{ ECMRXG}(-1) \\
 & \quad (1.9900) \quad \quad (-2.8489)
 \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.5604 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0407 \quad \text{LM (4)} = 4.6734 \quad (0.3225)$$

$$\begin{aligned}
 \text{ECMRXG} = & \text{Ln(RXG)} - (-4.7586 + 1.4478 \text{ Ln(RGDP11)} - 0.0095 \text{ REER} + 0.0479 Q3 \\
 & - 0.4144 \text{ Ln(PGDP/PGDP11*ER)} + 0.4908 \text{ Ln(RXG)}(-1))
 \end{aligned}$$

## 6) การส่งออกบริการตามราคางี้

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{Ln(RXS)} = & - 0.0358 \quad + \quad 0.5389 \Delta \text{Ln(tour)} \quad - \quad 0.0051 \Delta \text{REER} \\
 & \quad (-2.1547) \quad \quad (7.0816) \quad \quad (-2.2177)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 & - 0.0486 \Delta \text{Ln(RXS)}(-1) \quad + \quad 0.0666 \text{ Q1} \quad + \quad 0.0826 \text{ Q4} \\
 & \quad \quad \quad (-0.3955) \quad \quad \quad (1.8965) \quad \quad \quad (2.3619) \\
 & - 0.5579 \text{ ECMRXS}(-1) \\
 & \quad \quad \quad (-2.7871)
 \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.8102 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0619 \quad \text{LM (4)} = 5.8294 (0.2123)$$

$$\begin{aligned}
 \text{ECMRXS} = & \text{Ln(RXS)} - (6.2047 + 0.4670 \text{ Ln(tour)} - 0.0032 \text{ REER} + 0.1619 \text{ Ln(RXS)}(-1) \\
 & + 0.0564 \text{ Q1} + 0.0493 \text{ Q4})
 \end{aligned}$$

#### 7) การนำเข้าสินค้าตามราคาคงที่

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{Ln(RMG)} = & \quad 0.0029 \quad + \quad 0.6294 \Delta \text{Ln(RXG)} \quad + \quad 0.3352 \Delta \text{Ln(GCF)} \\
 & \quad \quad \quad (0.4822) \quad \quad \quad (6.2294) \quad \quad \quad (5.8543) \\
 & + 0.6892 \Delta \text{Ln(NEER)} \quad + \quad 0.2814 \Delta \text{Ln(RMG)}(-1) \\
 & \quad \quad \quad (6.0137) \quad \quad \quad (3.0623) \\
 & - 0.9249 \text{ ECMRMG}(-1) \\
 & \quad \quad \quad (-5.4516)
 \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.7519 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0370 \quad \text{LM (4)} = 8.1399 (0.0866)$$

$$\begin{aligned}
 \text{ECMRMG} = & \text{Ln(RMG)} - (-6.8093 + 0.7424 \text{ Ln(RXG)} + 0.1802 \text{ Ln(GCF)} + 0.6618 \text{ Ln(NEER)} \\
 & + 0.3877 \text{ Ln(RMG)}(-1))
 \end{aligned}$$

#### 8) การนำเข้าบริการตามราคาคงที่

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{Ln(RMS)} = & \quad 0.1032 \quad - \quad 0.6485 \Delta \text{Ln(PMS/PGDP)} \quad - \quad 0.2180 \text{ Q1} \\
 & \quad \quad \quad (5.3733) \quad \quad \quad (-2.5973) \quad \quad \quad (-6.4787) \\
 & - 0.1511 \text{ Q3} \quad - \quad 0.7777 \text{ ECMRMS}(-1) \\
 & \quad \quad \quad (-4.4915) \quad \quad \quad (-5.3508)
 \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.6496 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0901 \quad \text{LM (4)} = 1.3871 (0.8464)$$

$$\begin{aligned}
 \text{ECMRMS} = & \text{Ln(RMS)} - (5.1380 - 0.1738 \text{ Ln(PMS/PGDP)} - 0.1864 \text{ Q1} - 0.0932 \text{ Q3} \\
 & + 0.6062 \text{ Ln(RMS)}(-1))
 \end{aligned}$$

#### 9) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศตามราคาคงที่

$$\text{RGDP} = \text{RCP} + \text{RIP} + \text{RCG} + \text{RIG} - \text{RINV} + \text{RXG} + \text{RXS} - \text{RMG} - \text{RMS}$$

### 4.2.2. ภาคการเงินรวมทั้งตลาดทุน

#### 1) อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน

$$\begin{aligned}
 \Delta \text{ T3} = & - 0.2625 \quad - \quad 10.8712 \Delta \text{Liquid} \quad + \quad 1.7239 \text{ D973} \\
 & \quad \quad \quad (-1.8166) \quad \quad \quad (-1.3431) \quad \quad \quad (2.2667)
 \end{aligned}$$

$$+ 1.3346 \text{ ECMT3 } (-1)$$

$$(2.0736)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.3165 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.6920 \quad \text{LM (4)} = 4.8196 (0.3063)$$

$$\text{ECMT3} = \text{T3} - (2.2135 + 0.1051 \text{ RP14}(-1) - 2.5008 \text{ Liquid} + 0.7402 \text{ T3} + 2.3148 \text{ D973} - 2.8052 \text{ D984})$$

## 2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี

$$\Delta \text{MLR} = - 0.0183 - 3.3457 \Delta \text{Liquid/Liquid}(-4) + 0.7058 \Delta \text{MLR}(-1) \\ (-0.2739) \quad (-1.6841) \quad (5.4034)$$

$$+ 0.3958 \Delta(\Delta \text{CPI}) - 1.2900 \text{ D991} - 0.5115 \text{ ECMMLR } (-1) \\ (3.8014) \quad (-2.5916) \quad (2.3062)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.6351 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.3960 \quad \text{LM (4)} = 4.4645 (0.3468)$$

$$\text{ECMMLR} = \text{MLR} - (2.2741 - 2.1429 \text{ Liquid/Liquid}(-4) + 0.9413 \text{ MLR}(-1) + 0.5212 \Delta \text{CPI} - 1.3273 \text{ D991})$$

## 3) ปริมาณสินเชื่อธนาคารพาณิชย์

$$\Delta \text{Ln}(\text{LOAN}) = 0.0010 + 0.7551 \Delta \text{Ln}(\text{LOAN})(-1) + 0.0754 \text{ D974} \\ (0.2097) \quad (5.3796) \quad (2.3705)$$

$$- 0.9346 \text{ ECMLOAN } (-1) \\ (-3.3980)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.4331 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0270 \quad \text{LM (4)} = 3.5883 (0.4646)$$

$$\text{ECMLOAN} = \text{Ln}(\text{LOAN}) - (0.4325 + 0.000000454 \text{ DD/DD}(-4) - 0.0028 \text{ CPI} + 0.9587 \text{ Ln}(\text{LOAN})(-1) + 0.0794 \text{ D974})$$

## 4) สินเชื่อในประเทศ

$$\text{DC} = \text{DCG} + \text{DCBH} + \text{DCOTH}$$

$$\text{DCG} = \text{DCG}(-1) + \text{GBOND}$$

## 5) สัดส่วนสภาพคล่องธนาคารพาณิชย์

$$\text{Liquid} = \text{M2} / \text{DC}$$

## 6) สินทรัพย์เอกชน

$$\text{Wealth} = \text{M2} + \text{SETCAP}$$

## 7) ปริมาณเงิน

$$\text{M2} = \text{NFA} + \text{DCG} + \text{DCBH} + \text{M2OTH}$$

## 8) สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ

$$\text{NFA} = \text{NFA}(-1) + \text{BPB} + \text{NFAOTH}$$

#### 9) ตลาดทุน

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln}(\text{SET}) = & 0.0346 + 0.9012 \Delta \text{Ln}(\text{DJG}) + 0.0013 \Delta \text{Ln}(\text{FS}) \\ & (0.0433) \quad (2.1805) \quad (3.1280) \\ & - 0.3521 \text{ECMSET}(-1) \\ & (-4.2601) \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.2526 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.1296 \quad \text{LM}(4) = 2.0587 (0.7505)$$

$$\text{ECMSET} = \text{Ln}(\text{SET}) - (-0.5110 + 0.4585 \text{Ln}(\text{FS}))$$

#### 4.2.3 ภาคต่างประเทศ

##### 1) ดุลบัญชีเดินสะพัด

$$\text{CAB} = ((\text{RXG} * \text{PXG}) - (\text{RMG} * \text{PMG}) + (\text{RXS} * \text{PXS}) - (\text{RMS} * \text{PMS})) + \text{CATRAN} + \text{CAINC}$$

$$\text{CAS} = \text{CAB} / \text{ER}$$

##### 2) ดุลบัญชีเงินทุน

$$\text{KAB} = \text{KAFD} + \text{KAS} + \text{KAOTH}$$

$$\text{KA\$} = \text{KAB} / \text{ER}$$

$$\text{KAFD\$} = \text{KAFD} / \text{ER}$$

$$\text{KAE\$} = \text{KAE} / \text{ER}$$

$$\text{KAOTH\$} = \text{KAOTH} / \text{ER}$$

##### 3) เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln}(\text{KAFD\$}) = & 0.131 + 1.302 \Delta(\text{GDP11}) + 0.8254 \Delta \text{Ln}(\text{RXG\$}) \\ & (2.0702) \quad (1.6512) \quad (5.1635) \\ & - 0.3912 \text{ECMLn}(\text{KAFD}(-1)) \\ & (-2.03) \end{aligned}$$

$$\text{Adjusted R-Squared} = 0.66 \quad \text{S.E. of regression} = 1.4953 \quad \text{LM}(4) : 4.21 (0.52)$$

$$\begin{aligned} \text{ECMKAP\$} = & \text{Ln}(\text{KAP\$}) - (-1.3211 + 0.1062 (\text{RP-FED}) - 2.1048 \text{Ln}(\text{CAS}(-1)) \\ & - 20.2341 \text{Ln}(\text{REER})) \end{aligned}$$

##### 4) เงินลงทุนในตราสารทุนจากต่างประเทศ

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln}(\text{KAE\$}) = & 0.823 + 0.026 \Delta(\text{RP-FED}) + 0.254 \Delta \text{Ln}(\text{GDP11}) \\ & (2.1701) \quad (1.7613) \quad (1.2145) \\ & - 0.602 \text{ECMLn}(\text{KAS}(-1)) \\ & (-2.0319) \end{aligned}$$

$$\text{Adjusted R-Squared} = 0.26 \quad \text{S.E. of regression} = 1.7263 \quad \text{LM}(4) : 3.38 (0.35)$$

$$ECMKAES = \ln(KAS\$) - (-5.6321 + 0.05102 (RP-FED) - 2.1048 \ln(CAS\$( -1)))$$

5) เงินทุนอื่นจากต่างประเทศ

$$\begin{aligned} \Delta \ln(KAOTH\$) = & 0.23 + 1.1062 \Delta(RP14-FED) - 1.054 \Delta \ln(CA\$( -1)) \\ & (2.0702) (1.6512) \quad (-10.2135) \\ & - 0.5092 ECMLn(KAOTH\$( -1)) \\ & (-4.03) \end{aligned}$$

$$\text{Adjusted R-Squared} = 0.36 \quad \text{S.E. of regression} = 1.8273 \quad \text{LM}(4) : 2.24 (0.21)$$

$$\begin{aligned} ECMKAOTH\$ = & \ln(KAOTH\$) - (-1.3211 + 0.1062 (RP14-FED) - 2.1048 \ln(CA\$( -1)) \\ & - 20.2341 \ln(REER)) \end{aligned}$$

6) ดุลการชำระเงิน

$$BPB = KA\$*ER + CA\$*ER + OTHBP$$

$$BP\$ = BPB/ER$$

7) เงินสำรองระหว่างประเทศ

$$RESERVE = BP\$ + RESERVE(-1)$$

8) อัตราแลกเปลี่ยน

$$ER = BP\$ + RESERVE(-1)$$

$$\begin{aligned} \Delta \ln(ER) = & 0.31 - 1.302 \Delta(BP\$) + 0.2254 \Delta \ln(USDIX) \\ & (1.8009) (1.6612) \quad (1.5135) \\ & - 0.8312 ECMLn(ER(-1)) \\ & (-2.01) \end{aligned}$$

$$\text{Adjusted R-Squared} = 0.59 \quad \text{S.E. of regression} = 1.6325 \quad \text{LM}(4) : 3.36 (0.36)$$

$$\begin{aligned} ECMER = & \ln(ER) - (-0.6211 + 0.1062 (BP\$) - 1.2014 \ln(USDIX) \\ & + 0.6234 \ln(REER)) \end{aligned}$$

#### 4.2.4 ภาคการคลัง

1) การใช้จ่ายของภาครัฐบาล

(1) ดุลการคลัง

$$PUBB = PUBREV - PUBEX$$

(2) การใช้จ่ายของภาครัฐ (Public Sector Expenditure)

$$PUBEX = CGGFS + IGGFS - EBF$$

(3) การบริโภคภาครัฐ

$$CG = CGGFS - CGadj$$

(4) การลงทุนภาครัฐ

$$IG = IGGFS - IGadj$$

(5) การชดเชยการขาดดุลของรัฐบาล

$$-PUBB = DB + FB$$

(6) การกู้เงินจากในประเทศเพื่อชดเชยการขาดดุล

$$DB = GBOND + GTB$$

2) รายรับของภาครัฐ

(1) รายรับของภาครัฐ

$$PUBREV = GOVREV + PEREV$$

#### 4.2.5 ดัชนีราคา

1) ดัชนีราคาการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน

$$\Delta \text{Ln(PCP)} = -0.0007 + 1.0585 \Delta \text{Ln(CPI)} - 0.5345 \text{ECMPCP}(-1)$$

(-0.5995) (11.3242) (-3.9815)

$$\text{Adj } R^2 = 0.7701 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0051 \quad \text{LM (4)} = 4.6582 (0.3242)$$

$$\text{ECMPCP} = \text{Ln(PCP)} - (0.5825 + 0.9948 \text{Ln(CPI)})$$

2) ดัชนีราคาการลงทุนภาคเอกชน

$$\Delta \text{Ln(PIP)} = 0.0046 + 0.3090 \Delta \text{Ln(WAGE)} + 0.1797 \Delta \text{Ln(cement)}$$

(0.0033) (2.1805) (3.2380)

$$+ 0.1614 - 0.6791 \text{ECMPIP}(-1)$$

(1.7682) (-4.7260)

$$\text{Adj } R^2 = 0.4526 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0196 \quad \text{LM (4)} = 2.0287 (0.7305)$$

$$\text{ECMPIP} = \text{Ln(PIP)} - (-0.7210 + 0.5485 \text{Ln(wage)} + 0.2262 \text{Ln(cement)} + 0.3335 \text{Ln(PEGW)})$$

3) ดัชนีราคาสินค้าเกษตร

$$\Delta \text{Ln(PAGR)} = -0.0886 + 0.1500 Q1 + 0.1630 Q2 + 0.0487 Q3$$

(-4.1812) (3.1612) (6.5297) (1.4324)

$$+ 0.0924 \Delta \text{Ln(DUBAI)}(-1) + 0.7429 \Delta \text{Ln(PAGR)}(-1)$$

(1.4176) (1.6830)

$$- 0.9394 \text{ECMPAGR}(-1)$$

(-2.0020)

$$\text{Adj } R^2 = 0.4770 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0551 \quad \text{LM (4)} = 6.5705 (0.1604)$$

$$\text{ECMPAGR} = \text{Ln(PAGR)} - (0.3971 + 0.0678 Q1 + 0.1411 Q2 + 0.0900 Q3)$$



$$+ 0.0532 \text{ Ln(DUBAI)}(-1) + 0.8775 \text{ Ln(PAGR)}(-1))$$

#### 4) ดัชนีราคาสาธารณูปโภค

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln(PEGW)} = & 0.0062 + 0.3890 \Delta \text{Ln(PEGW)}(-1) - 1.1533 \text{ ECMPEGW}(-1) \\ & (0.6526) \quad (1.9479) \quad (-4.6694) \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.4046 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0639 \quad \text{LM (4)} = 7.5770 (0.1084)$$

$$\text{ECMPEGW} = \text{Ln(PEGW)} - (2.5180 + 0.2395 \text{ Ln(BEN)} + 0.3745 \text{ Ln(PEGW)}(-1))$$

#### 5) ดัชนีราคาน้ำมันเบนซิน

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln(BEN)} = & -0.0013 + 0.1760 \Delta \text{Ln(DUBAI)} + 0.9642 \Delta \text{Ln(BEN)}(-1) \\ & (-0.1482) \quad (3.0477) \quad (3.6975) \\ & - 0.8253 \text{ ECMBEN}(-1) \\ & (-2.8269) \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.2686 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0520 \quad \text{LM (4)} = 3.7281 (0.4441)$$

$$\text{ECMBEN} = \text{Ln(BEN)} - (-0.1131 + 0.1412 \text{ Ln(DUBAI)} + 0.8839 \text{ Ln(BEN)}(-1))$$

#### 6) ดัชนีราคาน้ำมันดีเซล

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln(DSL)} = & -0.0015 + 0.1340 \Delta \text{Ln(DUBAI)} + 1.0386 \Delta \text{Ln(DSL)}(-1) \\ & (-0.1749) \quad (2.1900) \quad (5.3974) \\ & - 1.1553 \text{ ECMDSL}(-1) \\ & (-4.6224) \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.4028 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0545 \quad \text{LM (4)} = 8.5075 (0.0747)$$

$$\text{ECMDSL} = \text{Ln(DSL)} - (-0.1031 + 0.1982 \text{ Ln(DUBAI)} + 0.7962 \text{ Ln(DSL)}(-1))$$

#### 7) ดัชนีราคาการอุปโภคบริโภคภาคครัว

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln(PCG)} = & 0.0037 + 0.3106 \Delta \text{Ln(GDP)} - 0.2297 \Delta \text{Ln(CORE)} \\ & (0.5940) \quad (2.5370) \quad (-0.3881) \\ & + 0.0826 \Delta \text{Ln(PEGW)} - 0.9453 \text{ ECMPCG}(-1) \\ & (1.6501) \quad (-6.1330) \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.5483 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0274 \quad \text{LM (4)} = 10.5903 (0.0316)$$

$$\text{ECMPCG} = \text{Ln(PCG)} - (-1.6032 + 0.3536 \text{ Ln(GDP)} + 0.2735 \text{ Ln(CORE)} + 0.1372 \text{ Ln(PEGW)})$$

#### 8) ดัชนีราคาการลงทุนภาครัฐ

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln(PIG)} = & -0.0023 - 0.1187 \Delta \text{Ln(NEER)} + 0.4736 \Delta \text{Ln(PIG)}(-1) \\ & (-0.6352) \quad (-2.5898) \quad (2.6034) \\ & + 0.0166 \text{ Q1} + 0.3862 \Delta \text{Ln(WAGE)} - 1.1314 \text{ ECMPIG}(-1) \\ & (3.0680) \quad (2.9514) \quad (-4.7059) \end{aligned}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.4489 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0154 \quad \text{LM (4)} = 0.3357 (0.9874)$$

$$\text{ECMPIG} = \text{Ln(CPI)} - (0.8325 - 0.1296 \text{Ln(NEER)} + 0.7594 \text{Ln(PIG)}(-1) + 0.01305 \text{Q1} \\ + 0.1997 \text{Ln(WAGE)})$$

#### 9) ดัชนีราคาสินค้าส่งออก

$$\Delta \text{Ln(PXG)} = 0.0023 - 0.9754 \Delta \text{Ln(NEER)} + 0.1185 \Delta \text{Ln(DSL)} \\ (0.4598) \quad (-8.9932) \quad (1.4959) \\ - 0.2306 \text{ECMPXG}(-1) \\ (-1.7254)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.8382 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0247 \quad \text{LM (4)} = 11.5912 (0.0207)$$

$$\text{ECMPXG} = \text{Ln(PXG)} - (3.4093 - 0.4311 \text{Ln(NEER)} + 0.2333 \text{Ln(DSL)} + 0.1719 \text{Ln(MLR)} \\ + 0.5146 \text{Ln(PXG)}(-1) - 0.2680 \text{Ln(PXG)}(-3) + 0.2722 \text{Ln(PXG)}(-4))$$

#### 10) ดัชนีราคาบริการส่งออก

$$\Delta \text{Ln(PXS)} = 0.0003 - 0.0347 \Delta \text{Ln(NEER)} + 0.1436 \Delta \text{Ln(WAGE)} \\ (0.1855) \quad (-1.9627) \quad (2.8538) \\ + 0.0096 \Delta \text{Ln(tour)}(-1) + 0.7146 \Delta \text{Ln(PXS)}(-1) \\ (1.8161) \quad (3.6178) \\ - 1.1054 \text{ECMPXS}(-1) \\ (-4.5029)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.3691 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0060 \quad \text{LM (4)} = 8.7777 (0.0669)$$

$$\text{ECMPXS} = \text{Ln(PXS)} - (0.6513 - 0.0328 \text{Ln(NEER)} + 0.1467 \text{Ln(WAGE)} \\ + 0.0112 \text{Ln(tour)}(-1) + 0.0112 \text{Ln(tour)}(-1) + 0.7398 \text{Ln(PXS)}(-1))$$

#### 11) ดัชนีราคาสินค้านำเข้า

$$\Delta \text{Ln(PMG)} = 0.0061 - 1.1914 \Delta \text{Ln(NEER)} - 0.2823 \text{ECMPMG}(-1) \\ (1.0011) \quad (-9.9863) \quad (-2.2517)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.6896 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0401 \quad \text{LM (4)} = 2.2593 (0.6882)$$

$$\text{ECMPMG} = \text{Ln(PMG)} - (6.6430 - 0.8477 \text{Ln(NEER)} + 0.0543 \text{Ln(DUBAI)} \\ + 0.4048 \text{Ln(PMG)}(-1))$$

#### 12) ดัชนีราคาบริการนำเข้า

$$\Delta \text{Ln(PMS)} = -0.0006 + 0.0767 \Delta \text{Ln(PXG)} + 0.4738 \Delta \text{Ln(PMS)}(-1) \\ (-0.4140) \quad (2.4874) \quad (3.6935) \\ + 0.5962 \Delta \text{Ln(PMS)}(-4) + 0.1051 \Delta \text{Ln(NEER)}$$

$$(5.8123) \quad (2.9183)$$

$$- 1.1988 \text{ ECMPMS}(-1)$$

$$(-5.8805)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.6188 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0062 \quad \text{LM (4)} = 5.5773 (0.2330)$$

$$\text{ECMPMS} = \text{Ln(PMS)} - (0.1187 + 0.0472 \text{ Ln(PXG)} + 0.0534 \text{ Ln(BEN)} + 0.3361 \text{ Ln(PMS)}(-1) \\ + 0.4927 \text{ Ln(PMS)}(-4) + 0.0857 \text{ Ln(NEER)})$$

### 13) ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน

$$\Delta \text{Ln(CORE)} = 0.0004 + 0.0016 \Delta \text{(T3)}(-1) + 0.0176 \Delta \text{Ln(PMG)}(-1) \\ (0.4279) \quad (2.3207) \quad (1.6957)$$

$$+ 0.0183 \Delta \text{Ln(PAGRI)}(-1) + 0.8870 \Delta \text{Ln(CORE)}(-1) \\ (2.3979) \quad (9.6448)$$

$$- 0.7359 \text{ ECMCORE}(-1) \\ (-3.3243)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.7336 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0036 \quad \text{LM (4)} = 3.3193 (0.5059)$$

$$\text{ECMCORE} = \text{Ln(CORE)} - (0.2091 + 0.0011 \text{ Ln(T3)}(-1) + 0.0154 \text{ Ln(PMG)}(-1) \\ + 0.0107 \text{ Ln(PAGRI)}(-1) + 0.9401 \text{ Ln(CORE)}(-1))$$

### 14) ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป

$$\Delta \text{Ln(CPI)} = 0.0004 + 0.9537 \Delta \text{Ln(CPIE)} - 1.0926 \text{ ECMCPI}(-1) \\ (0.3184) \quad (7.3174) \quad (-4.4675)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.5575 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0054 \quad \text{LM (4)} = 4.2702 (0.3707)$$

$$\text{ECMCPI} = \text{Ln(CPI)} - (-0.0100 + 1.0022 \text{ Ln(CPIE)} + 0.0544 \text{ Ln(GAP)}(-1))$$

$$\text{Ln(CPIE)} = 0.0879 + 1.5024 \text{ Ln(CPI)}(-1) - 0.5210 \text{ Ln(CPI)}(-2) \\ (2.2746) \quad (11.6903) \quad (-4.1825)$$

$$\text{Adj } R^2 = 0.9972 \quad \text{S.E. of Reg.} = 0.0061 \quad \text{LM (4)} = 0.7303 (0.9475)$$

## 4.3 รายชื่อและสัญลักษณ์ของตัวแปรในแบบจำลอง

### 4.3.1 ตัวแปรภายใน

|       |   |                                                            |
|-------|---|------------------------------------------------------------|
| BEN   | = | ดัชนีราคาน้ำมันเบนซิน ( $2539 = 100$ )                     |
| BP    | = | ดุลการชำระเงิน (พันล้านบาท)                                |
| CA    | = | ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้านบาท)                             |
| CG    | = | การบริโภคภาคีรัฐตามระบบ SNA (พันล้านบาท)                   |
| CORE  | = | ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน ( $2545 = 100$ )                 |
| CP    | = | การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (พันล้านบาท)                       |
| CPI   | = | ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป ( $2545 = 100$ )                  |
| CPIE  | = | ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป (คาดการณ์)                        |
| DC    | = | ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศ (Domestic Credit) (พันล้านบาท)   |
| DSL   | = | ดัชนีราคาน้ำมันดีเซล                                       |
| GAP   | = | GDP/GDPT                                                   |
| GDP   | = | ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (พันล้านบาท)                       |
| INF   | = | อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)                                     |
| IP    | = | การลงทุนภาคเอกชน (พันล้านบาท)                              |
| KAB   | = | ดุลบัญชีเงินทุน (พันล้านบาท)                               |
| KAFD  | = | เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (พันล้านบาท)                  |
| KAE   | = | เงินลงทุนในตราสารทุนจากต่างประเทศ (พันล้านบาท)             |
| KAOTH | = | $KAB - KAFD - KAS =$ เงินทุนอื่นจากต่างประเทศ (พันล้านบาท) |
| LOAN  | = | สินเชื่อธนาคารพาณิชย์ที่ให้กับภาคเอกชน (พันล้านบาท)        |
| LOANG | = | อัตราการขยายตัวสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ที่ให้กับภาคเอกชน      |
| MG    | = | การนำเข้าสินค้า (พันล้านบาท)                               |
| MLR   | = | อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (ร้อยละ)                  |
| MS    | = | การนำเข้าบริการ (พันล้านบาท)                               |
| M2    | = | ปริมาณเงิน M2 (พันล้านบาท)                                 |
| PAGRI | = | ดัชนีราคาสินค้าเกษตร ( $2531 = 100$ )                      |
| PCG   | = | ดัชนีราคาการอุปโภคบริโภคภาครัฐ (พันล้านบาท)                |
| PCP   | = | ดัชนีราคาการบริโภคภาคเอกชน (พันล้านบาท)                    |
| PEGW  | = | ดัชนีราคาสาธารณูปโภค (พันล้านบาท)                          |
| PGDP  | = | ระดับราคาในประเทศ (พันล้านบาท)                             |

|         |   |                                                   |
|---------|---|---------------------------------------------------|
| PIG     | = | ดัชนีราคาการลงทุนภาครัฐ (พณีสถิติ)                |
| PIP     | = | ดัชนีราคาการลงทุนภาคเอกชน (พณีสถิติ)              |
| PMG     | = | ดัชนีราคาการนำเข้าสินค้า (พณีสถิติ)               |
| PMS     | = | ดัชนีราคาการนำเข้าบริการ (พณีสถิติ)               |
| PUBB    | = | ดุลการคลัง (พณีสถิติ)                             |
| PUBEX   | = | ค่าใช้จ่ายของภาครัฐ (พณีสถิติ)                    |
| PUBREV  | = | รายรับของภาครัฐ (พณีสถิติ)                        |
| RCG     | = | การบริโภคของภาครัฐบาล ตามราคาคงที่                |
| RCP     | = | การบริโภคภาคเอกชน ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)         |
| RESERVE | = | เงินสำรองระหว่างประเทศ                            |
| REXCISE | = | ภาษีสรรพสามิต ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)             |
| REER    | = | ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน ตามราคาคงที่                 |
| RGDP    | = | ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (พณีสถิติ)                |
| RGDP11  | = | รายได้รวมของประเทศคู่ค้า 11 ประเทศ ตามราคาคงที่   |
| RIG     | = | ดัชนีราคาการลงทุนภาครัฐตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)    |
| RIP     | = | ดัชนีราคาการลงทุนภาคเอกชน ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ) |
| RMG     | = | การนำเข้าสินค้า ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)           |
| RXG     | = | การส่งออกสินค้า ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)           |
| RXS     | = | การส่งออกบริการ ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)           |
| RYD     | = | รายได้สุทธิหลังหักภาษี ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)    |
| Saving  | = | ปริมาณเงินฝากเพื่อเรียก (พณีสถิติ)                |
| SBT     | = | ภาษีธุรกิจเฉพาะ (พณีสถิติ)                        |
| SDR     | = | ปริมาณเงินฝากออมทรัพย์ ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)    |
| SET     | = | SET Index                                         |
| SETCAP  | = | SET Market Capitalization (พณีสถิติ)              |
| T3      | = | อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน                 |
| TD      | = | ปริมาณเงินฝากประจำ (พณีสถิติ)                     |
| TDR     | = | ปริมาณเงินฝากประจำตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)         |
| XG      | = | การส่งออกสินค้า (พณีสถิติ)                        |
| XS      | = | การส่งออกบริการ (พณีสถิติ)                        |
| YD      | = | รายได้สุทธิหลังหักภาษี (พณีสถิติ)                 |

#### 4.3.2 ตัวแปรภายนอก

|          |   |                                                                         |
|----------|---|-------------------------------------------------------------------------|
| CATRAN\$ | = | ดุลเงินโอน (พันล้านเหรียญ สรอ)                                          |
| CAINC\$  | = | ดุลรายได้ (พันล้านเหรียญ สรอ)                                           |
| cement   | = | ราคาปูนซีเมนต์                                                          |
| CGadj    | = | การปรับปรุงการบริโภคภาครัฐให้เป็นตามระบบ SNA (พันล้านบาท)               |
| CGGFS    | = | การบริโภคภาครัฐตามระบบ GFS (พันล้านบาท)                                 |
| DB       | = | สินเชื่อในประเทศของรัฐ (พันล้านบาท)                                     |
| DCG      | = | ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศที่ปล่อยให้ภาครัฐ (พันล้านบาท)                 |
| DCBH     | = | ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศที่ปล่อยให้ภาครัฐกิจและครัวเรือน (พันล้านบาท)  |
| DCOTH    | = | ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศที่ปล่อยให้สถาบันการเงินและอื่น ๆ (พันล้านบาท) |
| DD       | = | การใช้จ่ายในประเทศ (พันล้านบาท)                                         |
| DJG      | = | Global Dow Index                                                        |
| DUBAI    | = | ราคาน้ำมันดิบคูไบ                                                       |
| EBF      | = | ดุลกองทุนนอกงบประมาณ (พันล้านบาท)                                       |
| ER       | = | อัตราแลกเปลี่ยนบาท/เหรียญ สรอ.                                          |
| FB       | = | การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ (พันล้านบาท)                                 |
| FED      | = | Federal Funds Rate                                                      |
| FIP      | = | Foreigner Investment Position                                           |
| FS       | = | การซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติใน SET                                     |
| GBOND    | = | การชดเชยการขาดดุลโดยการออกพันธบัตร (พันล้านบาท)                         |
| GCF      | = | การลงทุนรวม (พันล้านบาท)                                                |
| GDPT     | = | แนวโน้มผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่เกิดจากการวิธี Hodrick-Presscott       |
| GDP11    | = | รายได้รวมของประเทศคู่ค้า 11 ประเทศ                                      |
| GOVREV   | = | รายได้สุทธิของรัฐบาล (พันล้านบาท)                                       |
| GTB      | = | การชดเชยการขาดดุลโดยการใช้เงินคงคลัง (พันล้านบาท)                       |
| IG       | = | การลงทุนภาครัฐตามระบบ SNA (พันล้านบาท)                                  |
| IGadj    | = | การปรับปรุงการบริโภคภาครัฐให้เป็นตามระบบ SNA (พันล้านบาท)               |
| IGGFS    | = | การลงทุนภาครัฐตามระบบ GFS (พันล้านบาท)                                  |
| INV      | = | การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือ (พันล้านบาท)                             |
| KAOTH\$  | = | เงินทุนเคลื่อนย้ายอื่น ๆ                                                |
| Liquid   | = | สัดส่วนสภาพคล่องธนาคารพาณิชย์                                           |

|        |   |                                                         |
|--------|---|---------------------------------------------------------|
| NEER   | = | ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยน (2537 = 100)                       |
| NFA    | = | Net Foreign Asset                                       |
| NFAOTH | = | Other Net Foreign Asset                                 |
| PEREV  | = | รายได้สุทธิของรัฐวิสาหกิจ (หักนำส่งรัฐบาล) (พันล้านบาท) |
| PGDP11 | = | ระดับราคาในประเทศคู่ค้า 11 ประเทศ                       |
| REER   | = | ดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง                          |
| RGDPT  | = | GDPT/PGDP                                               |
| RP     | = | อัตราดอกเบี้ยนโยบายในตลาดซื้อคืนพันธบัตร                |
| SD     | = | ปริมาณเงินฝากออมทรัพย์ (พันล้านบาท)                     |
| tour   | = | จำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศ (พันคน)                    |
| USDIX  | = | ดัชนีเหรียญสหรัฐกับ 6 คู่ค้าสำคัญ                       |
| WAGE   | = | ค่าจ้างขั้นต่ำ                                          |

#### ตัวแปรหุ่น

|           |   |                                        |
|-----------|---|----------------------------------------|
| DUMMYPIT2 | = | 1, ไตรมาส 1 และ 3                      |
|           | = | 0, กรณีอื่น ๆ                          |
| Dcrisis   | = | 1, ไตรมาส 4 ปี 2540 – ไตรมาส 1 ปี 2541 |
|           | = | 0, กรณีอื่น ๆ                          |
| D973      | = | 1, ไตรมาส 3 ปี 2540                    |
|           | = | 0, กรณีอื่น ๆ                          |
| D974      | = | 1, ไตรมาส 4 ปี 2540                    |
|           | = | 0, กรณีอื่น ๆ                          |
| D984      | = | 1, ไตรมาส 4 ปี 2541                    |
|           | = | 0, กรณีอื่น ๆ                          |
| D991      | = | 1, ไตรมาส 1 ปี 2542                    |
|           | = | 0, กรณีอื่น ๆ                          |

## บทที่ 5

### การวิเคราะห์โอกาส ความเสี่ยง จุดแข็งและข้อจำกัดของการพัฒนา กองทุนของรัฐเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ

ในบทนี้ทำการระบุและวิเคราะห์โอกาส ความเสี่ยง จุดแข็งและข้อจำกัดของการพัฒนา  
กองทุนของรัฐเพื่อการลงทุนในต่างประเทศของไทย ซึ่งมีทั้งโอกาสของการลงทุนในต่างประเทศ  
ที่สร้างประโยชน์ให้กับกองทุน ในขณะที่เดียวกันช่วยสร้างประโยชน์ในภาพรวมเศรษฐกิจ  
จากนั้นทำการอภิปรายความเสี่ยง จุดแข็ง และจุดอ่อนของกองทุนในประเด็นที่เกี่ยวข้องสำหรับ  
รายละเอียดสรุปได้ดังนี้

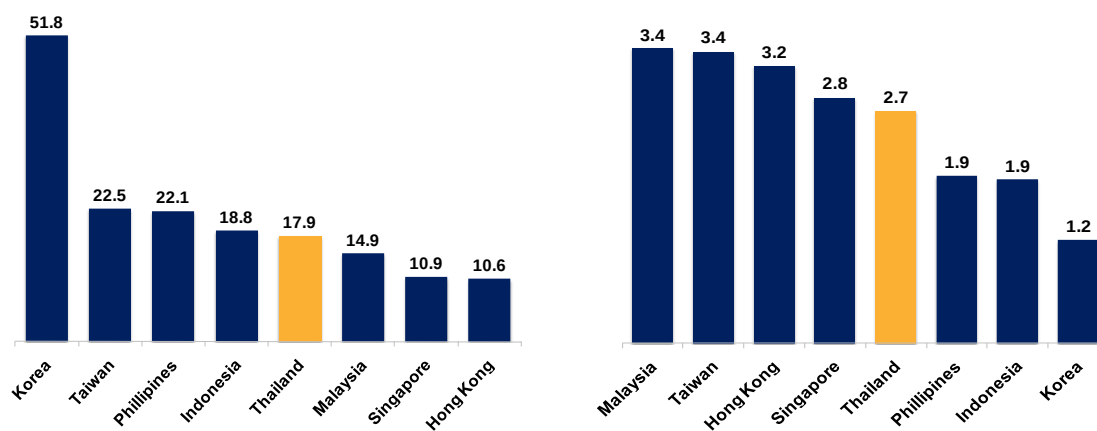
#### 5.1 โอกาสของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ

##### 5.1.1 เพิ่มผลตอบแทนการลงทุน

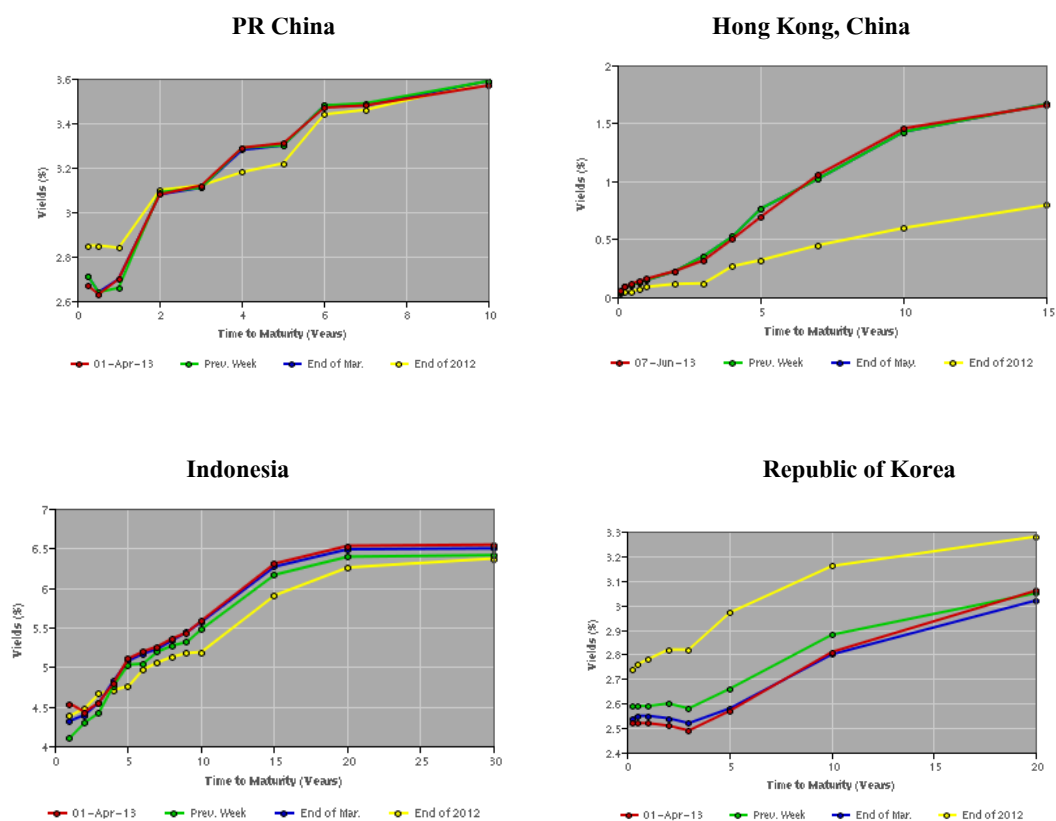
การกระจายการลงทุนไปยังประเทศต่าง ๆ จากเดิมที่ลงทุนแค่ภายในประเทศ ซึ่งถือเป็นการ  
ลดข้อจำกัดอย่างหนึ่งในการบริหารการลงทุน ซึ่งเมื่อทางการเปิดโอกาสให้สามารถไปลงทุน  
ในต่างประเทศได้ ก็จะเป็นการเปิดประตูการลงทุนสามารถไปลงทุนในตลาดทุนและตลาดเงินประเทศ  
ต่าง ๆ ได้ ดังกล่าวถึงไว้ในข้อ 4.3.7 ซึ่งมูลค่าตลาดทุนของไทยมีมูลค่า 364 พันล้านเหรียญสหรัฐ  
หรือคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 0.7 ของมูลค่าตลาดทุนโลก การออกไปลงทุนในส่วนอื่นของภูมิภาคและ  
ประเทศต่าง ๆ จะเป็นการช่วยเพิ่มโอกาส การลงทุน เช่น สามารถเลือกลงทุนในตลาดหุ้นอื่น ๆ ที่ค่า  
Earnings Per Share (EPS) และ Return on Equity (ROE) สูงกว่าตลาดไทยได้ เช่น ตลาดหุ้นอินเดีย  
และอินโดนีเซีย เป็นต้น



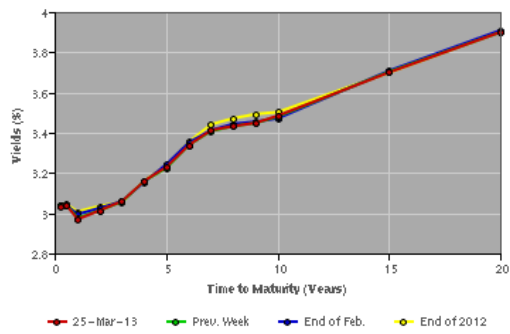
แผนภาพที่ 5.1 ประมาณการ Earning Per Share Growth และ Return on Equity ปี ค.ศ. 2012



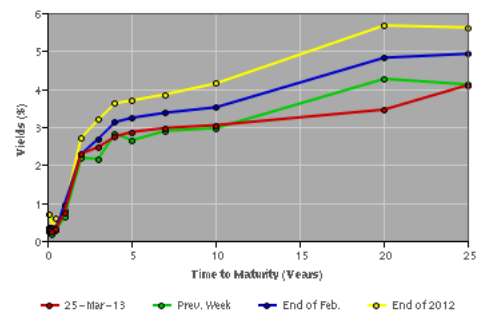
แผนภาพที่ 5.2 Yield Curve ประเทศต่าง ๆ



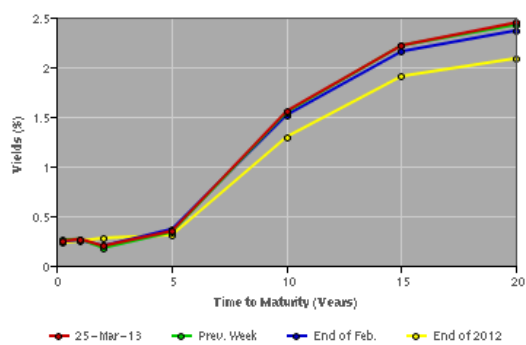
Malaysia



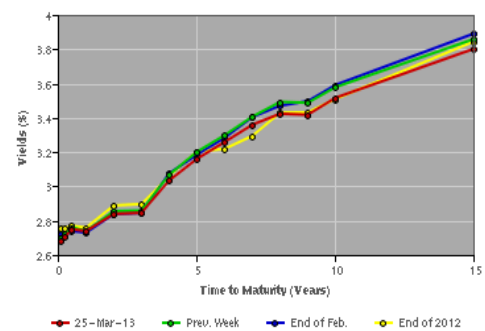
Philippines



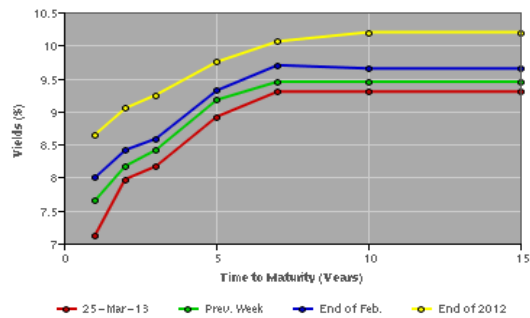
Singapore



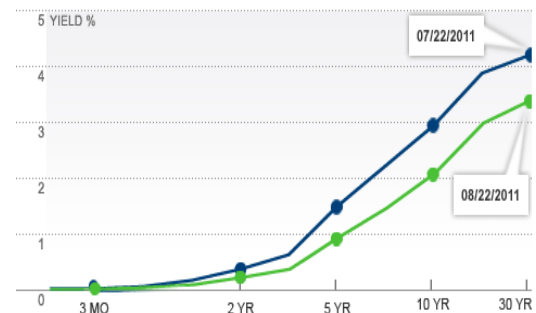
Thailand



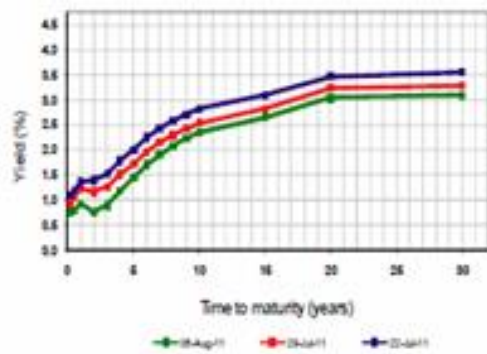
Vietnam



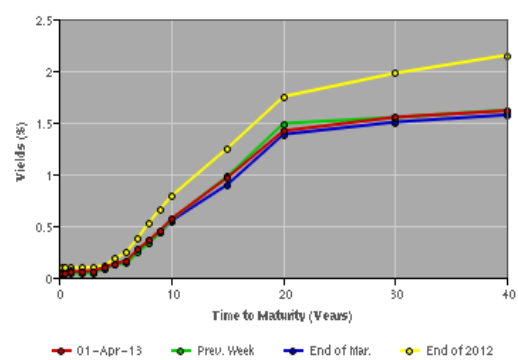
U.S.



Eurozone



Japan



ที่มา : Asian Bond Online

หรือกรณีการลงทุนในพันธบัตรซึ่งอัตราผลตอบแทนจะขึ้นอยู่กับวัฏจักรดอกเบี้ย (Interest Rate Cycle) โดยในปี 2012 ถือว่าเป็นช่วงที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ดำเนินนโยบายการเงินเพื่อดูแลเสถียรภาพให้สอดคล้องกับวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยในปี 2012 เศรษฐกิจไทยยังคงเผชิญกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกทั้งจากเศรษฐกิจสหรัฐ เศรษฐกิจของกลุ่มยุโรป การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน และญี่ปุ่น เป็นสำคัญ ขณะที่แรงกดดันต่อเงินเฟ้อถือเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อเศรษฐกิจไทย น้อยลงเมื่อเทียบกับปี 2011 ดังนั้น แนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินจึงสนับสนุนธุรกิจให้เติบโตตามศักยภาพ และสามารถรับมือกับความผันผวนจากเศรษฐกิจโลกได้ ซึ่ง ธปท. ได้ดำเนินนโยบายปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง เพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจภายในประเทศทั้งการบริโภคและการลงทุน ซึ่งทางทฤษฎีราคาพันธบัตรจะสวนทางกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตร กล่าวคือ เมื่ออัตราผลตอบแทนลดลงก็จะทำให้ราคาพันธบัตรเพิ่มขึ้น ดังนั้น ในภาวะที่ตลาดพันธบัตรภายในประเทศได้รับแรงกดดันจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่เป็นการสร้างแรงให้กับการบริหารการลงทุน และหากเปิดโอกาสไปลงทุนในต่างประเทศ ซึ่งแต่ละประเทศก็จะมีรูปแบบเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่แตกต่างกัน และวัฏจักรดอกเบี้ยที่ไม่เหมือนกัน ก็จะเป็นการสร้างโอกาสในการลงทุนนอกเหนือจากตลาดเงินในประเทศที่มีข้อจำกัด นอกจากนี้ การที่มีผลิตภัณฑ์การเงินที่หลากหลาย และมีตลาดให้เลือกลงทุนหลายที่ จึงทำให้สามารถออกแบบและเลือกกลยุทธ์มาใช้ได้หลากหลายวิธี

## ตารางที่ 5.1 กลยุทธ์การลงทุน

|                       | Global                                                                                                                                                                                                                            | Europe                                                                                                                                                                                                                                           | Americas                                                                                                                                                                                                                                                               | Asia                                                                                                                                                                                        |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Equity                | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Large Cap</li> <li>• Sectoral</li> <li>• Emerging Markets</li> <li>• Social Responsible</li> <li>• Multi-Manager</li> </ul>                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Large Cap</li> <li>• Opportunistic</li> <li>• Sectoral</li> <li>• Country</li> <li>• Emerging Markets</li> </ul>                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Large Cap</li> <li>• Small &amp; Mid Cap</li> <li>• Opportunistic</li> <li>• Emerging Markets</li> <li>• Country</li> <li>• Social Responsible</li> </ul>                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Large Cap</li> <li>• Small &amp; Mid Cap</li> <li>• Sectoral</li> <li>• Country</li> </ul>                                                         |
| Fixed Income          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aggregate</li> <li>• Asset-Backed Securities</li> <li>• High Yield</li> <li>• Government</li> <li>• Emerging Markets Hard Currency</li> <li>• Emerging Markets Local Currency</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aggregate</li> <li>• Asset-Backed Securities</li> <li>• High Yield</li> <li>• Government</li> <li>• Long Duration</li> <li>• Credits</li> <li>• Short-Term Bonds</li> <li>• Inflation-Linked</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aggregate</li> <li>• Asset-Backed Securities</li> <li>• High Yield</li> <li>• Government</li> <li>• Long Duration</li> <li>• Credits</li> <li>• Short-Term Bonds</li> <li>• Senior Debt</li> <li>• Municipal Bonds</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aggregate</li> <li>• High Yield</li> <li>• Credits</li> <li>• Emerging Markets Hard Currency</li> <li>• Emerging Markets Local Currency</li> </ul> |
| Alternatives & Others | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Multi Strategies Hedge Funds</li> <li>• Single Strategy Hedge Fund</li> <li>• Capital Protection</li> <li>• Real Estate</li> </ul>                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital Protection</li> <li>• Cash Management</li> <li>• Real Estate</li> </ul>                                                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Multi Strategies Hedge Funds</li> <li>• Single Strategy Hedge Fund</li> <li>• Private Equity</li> <li>• Cash Management</li> <li>• Capital Protection</li> <li>• Real Estate</li> </ul>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Private Equity</li> <li>• Cash Management</li> <li>• Capital Protection</li> <li>• Real Estate</li> </ul>                                          |

จะไปคิดเกี่ยวกับเรื่องของการส่งออก การท่องเที่ยว หรือการส่งแรงงานไปทำงานต่างประเทศ ซึ่งเป็นแหล่งหาเงินตราต่างประเทศหลักๆ 3 แหล่ง

การที่กองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐทำการลงทุนในต่างประเทศช่วยให้ผลตอบแทนสูงขึ้น ดังตัวอย่างของ Sovereign Wealth Funds<sup>1</sup> ที่มีสำคัญ อาทิ Temasek Holding ของสิงคโปร์ที่เฉลี่ยมีผลตอบแทนการลงทุนร้อยละ 17 ใน Market Value และร้อยละ 16 ใน Share Holder Funds

สำหรับตัวอย่างของประเทศ ไทยนั้น ผลตอบแทนการลงทุนในตราสารหนี้ในประเทศไทย มีผลตอบแทนร้อยละ 3.25 และร้อยละ 3.52 ตามลำดับ ในปีพ.ศ. 2554 และพ.ศ. 2555 ตามลำดับ

การเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารเงิน ให้สามารถลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยความเสี่ยงอยู่ในระดับ Investment Grade สามารถเพิ่มผลตอบแทนให้สูงขึ้นได้ร้อยละ 1.3 – 2.6 ขึ้นกับระยะเวลาการลงทุน ตามตาราง 5.2 เปรียบเทียบผลตอบแทนจากการบริหารเงินและการฝากธนาคารพาณิชย์ในไทย

ผลตอบแทนการลงทุนในต่างประเทศอยู่ในรูปเงินบาท ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินและดอกเบี้ย รวมทั้งหักภาษีดอกเบี้ยแล้ว ไม่รวมค่าบริหาร (ตัวอย่างค่าบริหารกองทุนคิดเป็นร้อยละ 0.17 และ 0.11 สำหรับกองทุนที่ลงทุนต่างประเทศของ บลจ.ไทยพาณิชย์ จำกัด มหาชน และบลจ. MFC ตามลำดับ)

---

<sup>1</sup> โชติชัย สุวรรณภรณ์, นงนุช ตันติสันติวงศ์และพงษ์ระพีพร อภากร (2551) “ความพร้อมในการจัดตั้ง Sovereign Wealth Fund ของประเทศไทย” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

ตารางที่ 5.2 เปรียบเทียบผลตอบแทนจากการบริหารเงินและการฝากธนาคารพาณิชย์ในไทย

|                             | เงินฝาก<br>ธนาคาร<br>พาณิชย์<br>(เฉลี่ย 5<br>ธนาคารใหญ่) | ตัวเงินคลัง<br>หรือพันธบัตร<br>รัฐบาลไทย<br>(Sovereign<br>Credit<br>Rating<br>BBB+) | หุ้นกู้<br>บริษัทเอกชน<br>ในไทย<br>(Investment<br>grade)<br>/2 | หุ้นกู้บริษัทเอกชน<br>เงินฝากสถาบัน<br>การเงินหรือ<br>พันธบัตรรัฐบาลใน<br>ต่างประเทศ<br>(Investment grade)<br>/3 | ส่วนต่าง<br>ผลตอบแทนสูงสุดของ<br>(2) (3) (4)<br>เงินฝากธนาคารพาณิชย์<br>ในไทย |
|-----------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
|                             | 1                                                        | 2                                                                                   | 3                                                              | 4                                                                                                                | สูงสุดของ (2, 3, 4) – 1                                                       |
| ออมทรัพย์<br>(ถอนได้ทุกวัน) | 0.7                                                      | 2.0                                                                                 | NA                                                             | NA                                                                                                               | 1.3                                                                           |
| 6 เดือน                     | 2.4                                                      | 2.56                                                                                | NA                                                             | 4.3 /4                                                                                                           | 1.9                                                                           |
| 1 ปี                        | 2.7                                                      | 2.57                                                                                | 2.77                                                           | 4.3 /5                                                                                                           | 1.6                                                                           |
| 2-3ปี                       | 2.6                                                      | 2.91                                                                                | 3.31                                                           | 4.6 /6                                                                                                           | 2.0                                                                           |
| 4 ปีขึ้นไป                  | 2.6                                                      | 3.46                                                                                | 3.96                                                           | 5.2 /7                                                                                                           | 2.6                                                                           |

ที่มา : /1 รวบรวมโดยนักวิจัย ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2556

/2 ค่าเฉลี่ยหุ้นกู้เอกชนจาก Thai BMA กรณีบริหารจัดการ ผลตอบแทนสูงขึ้นได้อีก

/3 ผลตอบแทนการลงทุนในต่างประเทศอยู่ในรูปเงินบาท ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินและดอกเบี้ย รวมทั้งหักภาษีดอกเบี้ยแล้ว ไม่รวมค่าบริหาร (ตัวอย่างค่าบริหารกองทุนคิดเป็นร้อยละ 0.17 และ 0.11 สำหรับกองทุนที่ลงทุนต่างประเทศของ บลจ.ไทยพาณิชย์ จำกัด มหาชน และบลจ. MFC ตามลำดับ)

/4 กรณี 6 เดือน มาจากการฝากเงิน AKbank turkey (Moody's Rating Baa3)

/5 กรณี 1 ปี มาจากการฝากเงิน AKbank turkey (Moody's Rating Baa3)

/6 กรณี 2-3 ปี มาจากพันธบัตรรัฐบาลอินโดนีเซีย (Moody's Rating Baa3)

/7 กรณี 4 ปีขึ้นไป มาจากหุ้นกู้ธนาคารกรุงเทพออกในต่างประเทศ (S&P Rating BBB+)

### 5.1.2 การกระจายความเสี่ยงการลงทุน

การลงทุนแต่เฉพาะตลาดภายในประเทศจะทำให้การลงทุนต้องเผชิญกับอัตราผลตอบแทนที่จะกระทบจากปัจจัยทางสังคม สถานการณ์ทางการเมือง และความผันผวนของระบบเศรษฐกิจในตลาดหรือหลักทรัพย์ดังกล่าวโดยตรง แต่ถ้ากระจายการลงทุนไปในหลายประเทศ ความเสี่ยงของการลงทุนก็จะสามารถกระจายความเสี่ยงออกไปได้ เช่น การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยทั่วไปมักจะเกิดควบคู่ไปกับการเจริญเติบโตของตลาดทุนภายในประเทศ การลงทุนระหว่างประเทศ ทำให้นักลงทุนสามารถมีส่วนร่วมในการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศอื่น ๆ ผ่านการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การลงทุนในตลาดเกิดใหม่ซึ่งจากการประมาณการของ IMF ประเมินว่าอัตราการขยายตัวเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่โดยรวมจะสูงกว่าอัตราการขยายตัวเศรษฐกิจของไทยในช่วงปี ค.ศ. 2012 และ ค.ศ. 2013

### ตารางที่ 5.3 อัตราการขยายตัวเศรษฐกิจประเทศต่าง ๆ

| Country                                  | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       |
|------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>World Output</b>                      | -0.5       | 5.1        | 4.3        | 4.5        | 3.6        |
| <b>Advanced Economies</b>                | -3.4       | 3.0        | 2.2        | 2.6        | 1.5        |
| United States                            | -2.6       | 2.9        | 2.5        | 2.7        | 2.1        |
| Euro Area                                | -4.1       | 1.8        | 2.0        | 1.7        | 0.2        |
| Germany                                  | -4.7       | 3.5        | 3.2        | 2.0        | 0.9        |
| France                                   | -2.6       | 1.4        | 2.1        | 1.9        | 0.4        |
| Italy                                    | -5.2       | 1.3        | 1.0        | 1.3        | -0.7       |
| Spain                                    | -3.7       | -0.1       | 0.8        | 1.6        | -1.3       |
| Japan                                    | -6.3       | 4.0        | -0.7       | 2.9        | 1.2        |
| United Kingdom                           | -4.9       | 1.3        | 1.5        | 2.3        | 1.1        |
| Canada                                   | -2.8       | 3.2        | 2.9        | 2.6        | 2.0        |
| Other Advanced Economies                 | -1.1       | 5.8        | 4.0        | 3.8        | 3.0        |
| Newly Industrialized Asian Economies     | -0.7       | 8.4        | 5.1        | 4.5        | 3.6        |
| <b>Emerging and Developing Economies</b> | <b>2.8</b> | <b>7.4</b> | <b>6.6</b> | <b>6.4</b> | <b>5.6</b> |
| Central and Eastern Europe               | -3.6       | 4.5        | 5.3        | 3.2        | 2.6        |
| Commonwealth of Independent States       | -6.4       | 4.6        | 5.1        | 4.7        | 4.1        |
| Russia                                   | -7.8       | 4.0        | 4.8        | 4.5        | 3.8        |

| Country                         | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|
| Excluding Russia                | -3.0 | 6.0  | 5.6  | 5.1  | 4.8  |
| Developing Asia                 | 7.2  | 9.6  | 8.4  | 8.4  | 7.2  |
| China                           | 9.2  | 10.3 | 9.6  | 9.5  | 8.2  |
| India                           | 6.8  | 10.4 | 8.2  | 7.8  | 6.0  |
| <i>Thailand</i>                 | -2.3 | 7.8  | 0.1  | 6.4  | 5.3  |
| Latin America and the Caribbean | -1.7 | 6.1  | 4.6  | 4.1  | 3.9  |
| Brazil                          | -0.6 | 7.5  | 4.1  | 3.6  | 4.0  |
| Mexico                          | -6.1 | 5.5  | 4.7  | 4.0  | 3.5  |
| Middle East and North Africa    | 2.5  | 4.4  | 4.2  | 4.4  | 3.6  |
| Sub-Saharan Africa              | 2.8  | 5.1  | 5.5  | 5.9  | 5.7  |

ที่มา : IMF WEO 2013

การลงทุนในต่างประเทศยังช่วยลดความเสี่ยงให้กองทุนได้ อาทิ หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากตลาดทุนในประเทศ เช่น ปี ค.ศ. 1997 ที่ดัชนี SET ลดลงร้อยละ 56 ขณะที่ในปีเดียวกันดัชนีตลาดหลักทรัพย์โลกปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 13.8 สถาบันการเงินไทยล้มละลาย 56 สถาบัน หุ้นกู้ภาคเอกชนกว่าร้อยละ 50 ผิดนัดชำระหรือไม่มีการชำระเงิน

สำหรับในกรณี กบข. ที่มีเม็ดเงินลงทุนจำนวน 4.82 แสนล้านบาท (20 มี.ค. พ.ศ. 2556) เงินลงทุนของ กบข. คิดเป็นขนาดร้อยละ 4 ของ SET Market Capitalization และร้อยละ 5 ของตลาดตราสารหนี้ไทย การเข้าซื้อหรือขายหุ้นตัวใดตัวหนึ่ง (กบข. ปกติลงทุนเฉพาะใน SET 50) อาจทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้ โดยเฉพาะการขายหุ้นออกมา สามารถทำราคาหุ้นตกลงได้มาก เกิดการขาดทุนต่อ กบข. ในส่วนที่ยังขายไม่หมด ในขณะที่เงินลงทุนของ กบข. ในตลาดทุนโลกเป็นเพียงส่วนน้อยมาก การซื้อขายหลักทรัพย์ไม่กระทบราคาราคาหลักทรัพย์ต่าง ๆ

การลงทุนในต่างประเทศช่วยลดความเสี่ยงจากรายได้ในอนาคตของประเทศได้ เช่น ประเทศที่มีรายได้จากทรัพยากรธรรมชาติ Aizenman and Glick (2008)<sup>2</sup> วิเคราะห์ว่ากองทุนจะเป็นเครื่องมือในการสร้างรายได้ให้กับประเทศในอนาคต เช่น กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติของประเทศคูเวต Kuwait Investment Authority (KIA) ได้ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อสร้างความแข็งแกร่งให้กับเศรษฐกิจประเทศคูเวต

<sup>2</sup> Aizenman, Joshua and Reuven Glick (2008), “Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance,” NBER Working Paper No. 14562.

เนื่องด้วยประเทศคูเวตนั้น ไม่ได้มีทรัพยากรหลากหลายมากนัก รายได้หลักของประเทศมาจากการส่งออกน้ำมันเป็นหลัก หากวันใดน้ำมันในประเทศหมดลง ประเทศอาจจะตกอยู่ในภาวะย่ำแย่และขาดเสถียรภาพได้ เพื่อเป็นหลักประกันและสร้างความมั่นใจให้กับประชาชนในอนาคต ประเทศคูเวตได้ออกกฎหมายและทำการจัดตั้งโดยแยกออกเป็น 2 กองทุน กองทุนที่ 1 คือ General Reserve Fund (GRF) มีหน้าที่เพื่อนำเงินไปลงทุนให้ตามจุดประสงค์เหมือนกับกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติทั่วไป ส่วนกองทุนที่ 2 คือ Future Generation Fund (FGF) มีหน้าที่เพื่อเป็นการใช้ในอนาคต โดยเงินลงทุนนั้นมาจากการแบ่งเงินร้อยละ 10 จากรายได้ของทุกปีของประเทศทำการลงทุนนอกประเทศ โดยกระจายไปในสินทรัพย์หลายประเภท และผลตอบแทนที่ได้จากกองทุนนี้ก็ให้นำไปลงทุนต่อเนื่องโดยกำหนดไว้ว่าเงินจากกองทุนนั้นจะถูกห้ามถอนออกมาใช้ ยกเว้นมีการเปลี่ยนแปลงกฎหมาย (No Assets can be Withdrawn from the FGF Unless Sanctioned by Law)<sup>3</sup> ซึ่ง FGF นี้ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อให้ประชาชนมั่นใจได้ว่าประเทศมีความมั่นคงในด้านเศรษฐกิจและการเงินหากวันหนึ่งน้ำมันซึ่งเป็นสินค้าส่งออกหลักของประเทศหมดลง

### 5.1.3 การเพิ่มทางเลือกการลงทุนที่มีหลากหลายประเภท

ผลจากการพัฒนาและการเจริญเติบโตทางด้านตลาดการเงินของโลกในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา ได้ก่อให้เกิดความหลากหลายทางด้านสินค้าและการลงทุนทางการเงินเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่แตกต่างกันไปเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในตลาดที่มีขนาดใหญ่ก็จะมีประเภทหลักทรัพย์ให้เลือกลงทุนได้ตามความต้องการที่มากขึ้นตามไปด้วย อาทิเช่น ตลาด NYSE EURONEXT ซึ่งเป็นตลาดที่มีมูลค่าใหญ่ที่สุดในโลกที่ 14,086 ล้านเหรียญสหรัฐฯ (ณ สิ้นปี ค.ศ. 2012) มีผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้เลือกลงทุนหลายประเทศทั้งตราสารทุน อาทิเช่น Stock, Corporate Structured Products และกองทุนปิด เป็นต้น ตราสารหนี้ ตราสารอนุพันธ์ ทั้งอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับหุ้น ดอกเบี้ย ดัชนีตลาด และสินค้าโภคภัณฑ์ และ Exchanged Traded Products ในหลายรูปแบบ

<sup>3</sup> <http://www.kia.gov>



ตารางที่ 5.4 ประเภทหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาด EURONEXT

| Equity                          | Bond         | Derivative              | Exchange Traded Products   |
|---------------------------------|--------------|-------------------------|----------------------------|
| - Stock                         | - Bills      | - Interest Rate Futures | - Exchange Traded Funds    |
| - Corporate Structured Products | - Notes      | - Interest Rate Options | - Exchange Traded Notes    |
| - Closed Ended Funds            | - Bonds      | - Commodities Futures   | - Exchanged Trade Vehicles |
|                                 | - Debentures | - Equity Index Futures  | - Funds                    |
|                                 |              | - Equity Index Options  | - Certificates             |
|                                 |              | - Single Equity Futures | - Warrants                 |
|                                 |              | - Single Equity Options | - Structure Notes          |
|                                 |              | - ETF Options           |                            |
|                                 |              | - EFN Options           |                            |

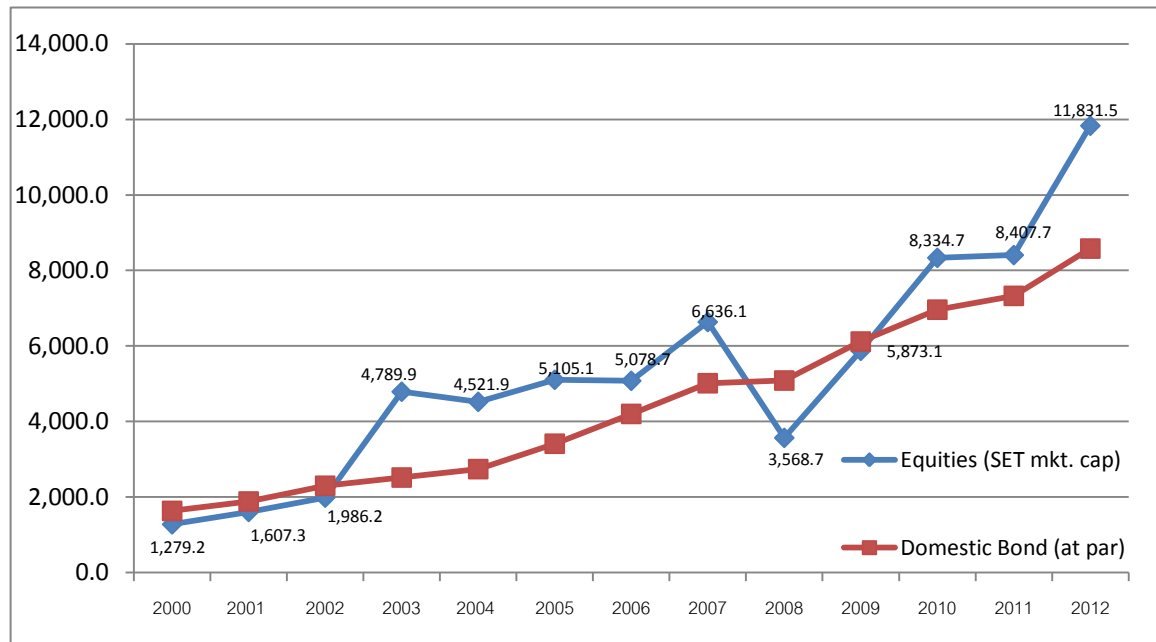
ที่มา : EURONEXT

ดังนั้น การออกไปลงทุนในตลาดทุนตลาดเงินต่างประเทศ นอกจากเป็นการเพิ่มจำนวนตลาดในเชิงกว้างที่สามารถลงทุนได้แล้ว ยังเพิ่มโอกาสในเชิงลึกจากผลิตภัณฑ์ที่หลากหลายที่สามารถลงทุนได้ตามไปด้วย

#### 5.1.4 การเพิ่มช่องทางการลงทุนในตลาดที่มีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูง

กองทุนของภาครัฐหลายกองทุนมีจำนวนเงินและสินทรัพย์ที่ขนาดใหญ่ และมีแนวโน้มที่เติบโตต่อเนื่อง ทำให้ขนาดของกองทุนเมื่อเทียบกับขนาดของตลาดเงินตลาดทุนในประเทศมีสัดส่วนที่สูง เช่น เงินลงทุนของกองทุนประกันสังคมทุกประเภทรวมกันมีขนาดใหญ่ถึง 945,103 ล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2554 ซึ่งจะมีขนาดประมาณร้อยละ 10 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์และมูลค่าตลาดตราสารหนี้ของประเทศ ซึ่งหากนับรวมกับกองทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐอื่น ๆ เข้าไปด้วยก็จะทำให้สัดส่วนโดยรวมของกองทุนภาครัฐต่อมูลค่าตลาดสูงขึ้นตามไปด้วย จึงจะเห็นได้ว่ากองทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐเป็นผู้เล่นรายใหญ่ในตลาดเงินตลาดทุนภายในประเทศ ดังนั้น การปรับสัดส่วนการลงทุนและการขายหลักทรัพย์ที่ลงทุนอยู่ออกมาบางครั้งสภาพคล่องของตลาดอาจจะไม่เอื้ออำนวยให้ทำได้มีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจจะทำให้เสียโอกาสการลงทุน หรืออาจจะทำให้ส่งผลต่อตลาด

แผนภาพที่ 5.3 มูลค่าตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ของไทย (หน่วย: พันล้านบาท)

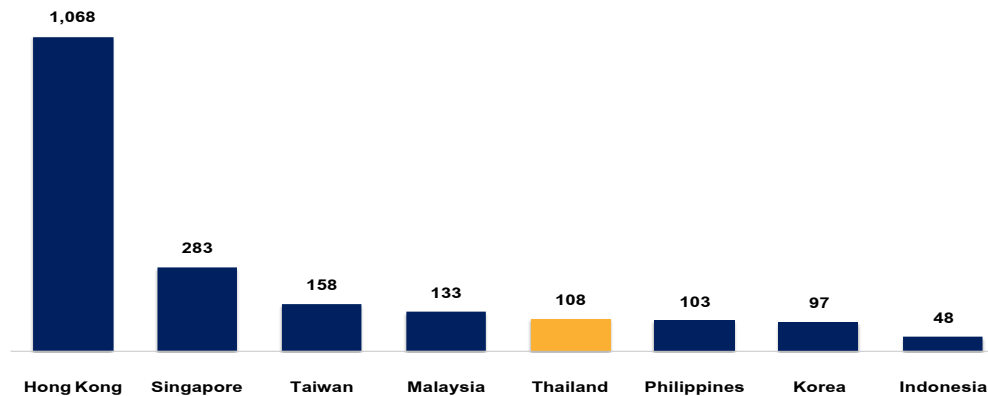


ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

แต่หากเปรียบเทียบตลาดทุนของไทยเมื่อเทียบกับตลาดทุนในเอเชียด้วยกัน พบว่า มีสัดส่วนร้อยละ 108 ซึ่งถือว่าอยู่ในอันดับ 5 ของภูมิภาคเอเชีย โดยตลาดทุนหลักของเอเชียที่มีมูลค่าสูงสุด ได้แก่ฮ่องกง ซึ่งมีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูงจะสามารถรองรับการลงทุนของกองทุนขนาดใหญ่ได้เป็นอย่างดี

## แผนภาพที่ 5.4 Market Capitalization ของตลาดหลักทรัพย์ไทยต่อ GDP ยังมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ ในเอเชีย

Unit: Percentage



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 5.1.5 การลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินและหนี้สินต่างประเทศและลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท

การลงทุนในต่างประเทศ นอกจากขยายโอกาสเพิ่มผลตอบแทนการลงทุนและกระจายความเสี่ยงแล้ว ยังช่วยส่งผลดีต่อภาพรวมเศรษฐกิจ ทั้งการลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินและหนี้สินต่างประเทศ ลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท รวมทั้งลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินของไทย สำหรับการประเมินผลกระทบจะมีการวิเคราะห์ในบทที่ 6

ดังรายละเอียดใน 6.2.1 การที่เงินทุนไหลเข้าในสัดส่วนที่สูงส่งผลให้เกิดความไม่สมดุลของหนี้สินต่างประเทศและสินทรัพย์ต่างประเทศของไทย ตลอดจนสร้างแรงกดดันต่อค่าเงินบาท

เงินทุนที่ไหลเข้ามาลงทุนในประเทศไทยอย่างต่อเนื่อง ทั้งในส่วนของเงินลงทุนโดยตรงและเงินลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งตราสารทุน และตราสารหนี้ สร้างให้เกิดแรงกดดันโดยตรงต่อค่าเงินบาทให้แข็งค่าขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ซึ่งการจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยนจะต้องเพิ่มความต้องการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศให้เพิ่มขึ้น ส่วนหนึ่งสามารถทำได้จากการผ่อนคลายกฎระเบียบสำหรับการออกไปลงทุนต่างประเทศทั้งการลงทุนโดยตรง และการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศให้กับกลุ่มที่มีศักยภาพสามารถดำเนินการลงทุนได้ ซึ่งที่ผ่านมาภาครัฐก็ได้ดำเนินการแล้ว โดยเงินทุนไหลออกจากต่างประเทศจะส่งผลโดยตรงต่ออัตราแลกเปลี่ยน เพราะเงินทุนที่ไหลออก ทำให้ความต้องการถือเงินสกุลของประเทศลดลง ส่งผลให้ค่าเงินสกุลของประเทศมี

ค่าลดลงเมื่อเทียบกับเงินสกุลต่างประเทศ นอกจากนี้ ยังจะช่วยให้เกิดความสมดุลระหว่างเงินทุนไหลเข้าไหลออก และสินทรัพย์และหนี้สินต่างประเทศของไทย ซึ่งจะทำให้เสถียรภาพเศรษฐกิจภายนอกของไทยเข้มแข็งขึ้น

#### 5.1.6 การลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินของไทย

ดังรายละเอียดใน 6.2.2 เงินทุนที่ไหลเข้าประเทศสร้างแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินไทย การส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศช่วยลดแรงกดดันดังกล่าว

โดยที่กองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐมีเงินลงทุนสูง หากพิจารณาเงินลงทุนของกองทุนภาครัฐขนาดใหญ่ จะพบว่ากองทุนต่าง ๆ เหล่านี้จะเป็นนักลงทุนรายใหญ่ในตลาดเงินตลาดทุนภายในประเทศ เนื่องจากมีสัดส่วนเงินลงทุนสูงเมื่อเทียบกับขนาดของตลาด จะเห็นได้จากมูลค่าของตลาดทุน และตลาดตราสารหนี้ของไทย ณ สิ้นปี 2012 อยู่ที่ 11,831.5 และ 8,582.0 พันล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่เงินลงทุนของกองทุนประกันสังคมมีมูลค่าจำนวน 991,837 ล้านบาท ซึ่งเทียบเท่ากับร้อยละ 17.51 ของมูลค่าตลาดทุน และร้อยละ 5.41 ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้ เงินลงทุนของ กบข. อยู่ที่ร้อยละ 9.68 ของมูลค่าตลาดทุน และร้อยละ 72.68 ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้ และหากรวมเงินลงทุนของทั้งกองทุนประกันสังคม กบข. และกองทุนคุ้มครองเงินฝากทั้ง 3 หน่วยงานจะมีเงินลงทุนรวมกันมากกว่า 1,510,298 ล้านบาท

#### ตารางที่ 5.5 มูลค่าเงินลงทุนของหน่วยงานต่าง ๆ ณ สิ้นปี 2012

| หน่วยงาน                 | มูลค่าเงินลงทุน<br>(ล้านบาท) | การลงทุน (ร้อยละ)                                         | การลงทุน (ร้อยละ)                                         |
|--------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 1. กองทุนประกันสังคม     | 991,837                      | 17.51                                                     | 5.41                                                      |
| 2. กบข.                  | 421,044                      | 9.68                                                      | 72.68                                                     |
| 3. กองทุนคุ้มครองเงินฝาก | 97,417                       | 54<br>(การลงทุนใน<br>หลักทรัพย์ที่มีอายุเกิน<br>12 เดือน) | 43<br>(การลงทุนในเงินฝาก<br>รพท. และตราสารหนี้<br>ภาครัฐ) |

หมายเหตุ

- กองทุนประกันสังคมและ กบข. ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2555
- กองทุนคุ้มครองเงินฝาก. ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2554

ที่มา : กองทุนประกันสังคม กบข. และสถาบันคุ้มครองเงินฝาก

ดังนั้น การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของกองทุนดังกล่าว รวมถึงการปรับสัดส่วนการลงทุนของกองทุนภาครัฐจะทำได้ไม่สะดวกนัก เนื่องจากขนาดของตลาดภายในประเทศที่ลงทุนอาจจะมีขนาดเล็กและมีสภาพคล่องที่ไม่มาก เมื่อเปรียบเทียบกับความต้องการลงทุนของกองทุน ซึ่งในบางกรณี การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของกองทุน อาจส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์ในตลาดดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญได้ ซึ่งเป็นความเสี่ยงจากสภาพคล่อง (Liquidity Risk) ที่จะต้องมีการบริหารจัดการ

นอกจากนี้ การปรับลดวงเงินคุ้มครองเงินฝากของสถาบันคุ้มครองเงินฝากอาจทำให้เกิดการแย่งซื้อหลักทรัพย์ภายในประเทศมากขึ้น

นับตั้งแต่วิกฤตการเงินในประเทศไทยปีพ.ศ. 2540 เป็นต้นมา เพื่อลดผลกระทบต่อผู้ฝากเงิน และสร้างความเชื่อมั่นและรักษาเสถียรภาพให้เกิดแก่ระบบสถาบันการเงินของไทย กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงิน เงินฝากได้ให้ความคุ้มครองแก่ผู้ฝากเงินทุกรายเต็มจำนวน ทำให้การฝากเงินในสถาบันการเงินปราศจากความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit Risk) จนกระทั่งในปี พ.ศ. 2551 ได้มีการประกาศพระราชบัญญัติสถาบันคุ้มครองเงินฝาก และโยกย้ายภาระหน้าที่ในการคุ้มครองเงินฝากจากเดิมที่เป็นของกองทุนเพื่อการฟื้นฟู มาอยู่กับสถาบันคุ้มครองเงินฝาก โดยการคุ้มครองผู้ฝากเงินตามที่กำหนดไว้ใน พ.ร.บ.ฯ ทั้งนี้ การคุ้มครองผู้ฝากเงินตามที่กำหนดไว้ใน พ.ร.บ.ฯ เป็นการคุ้มครองผู้ฝากแต่ละรายในแต่ละสถาบันการเงินในจำนวนเงินไม่เกิน 1 ล้านบาท ส่วนเงินฝากที่เกิน 1 ล้านบาท ผู้ฝากสามารถขอรับคืนได้จากกองทรัพย์สินของสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม เพื่อให้ผู้ฝากเงินและสถาบันการเงินได้มีเวลาในการปรับตัว กฎหมายได้กำหนดคบทเฉพาะกาลให้ทยอยลดจำนวนเงินคุ้มครองเงินฝากจากคุ้มครองเต็มจำนวนเป็นไม่เกิน 100 ล้านบาท 50 ล้านบาท และ 10 ล้านบาท ในปีที่ 2 ปีที่ 3 และปีที่ 4 นับแต่กฎหมายมีผลบังคับใช้ตามลำดับ จนกระทั่งเหลือวงเงินคุ้มครองไม่เกิน 1 ล้านบาท ในปีที่ 5 (11 สิงหาคม พ.ศ. 2555 เป็นต้นไป) อย่างไรก็ตาม วิกฤตการณ์ทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นในช่วงปลายปี พ.ศ. 2551 ได้ส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจและการเงินของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก รวมถึงประเทศไทย คณะรัฐมนตรีจึงได้มีมติเมื่อวันที่ 28 ตุลาคม พ.ศ. 2551 เห็นชอบให้เพิ่มวงเงินคุ้มครองเป็นเต็มจำนวนจนถึงวันที่ 10 สิงหาคม พ.ศ. 2554 และเป็นไม่เกิน 50 ล้านบาท ในช่วง 11 สิงหาคม พ.ศ. 2554 ถึง 10 สิงหาคม พ.ศ. 2555 เพื่อเป็นการป้องกันผลกระทบไว้ล่วงหน้าโดยเสริมสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ฝากเงิน และรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินโดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายเงินตราต่างประเทศ ซึ่งพระราชกฤษฎีกากำหนดจำนวนเงินฝากที่ได้รับการคุ้มครองเพิ่มขึ้นดังกล่าวได้ลงประกาศในราชกิจจานุเบกษา เมื่อวันที่ 15 มิถุนายน พ.ศ. 2552

อย่างไรก็ดี เมื่อวันที่ 26 มิถุนายน พ.ศ. 2555 กรมมีมติให้ขยายระยะเวลาคุ้มครองเงินฝากจำนวน 50 ล้านบาท ออกไปจนถึงวันที่ 10 สิงหาคม พ.ศ. 2558 และปรับวงเงินคุ้มครองเป็น 25 ล้านบาท ระหว่าง 11 สิงหาคม พ.ศ. 2558 - 10 สิงหาคม พ.ศ. 2559 และ 1 ล้านบาท ตั้งแต่ 11 สิงหาคม พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป โดยพระราชกฤษฎีกากำหนดจำนวนเงินฝากที่ได้รับการคุ้มครองใหม่ ดังกล่าวได้ลงประกาศในราชกิจจานุเบกษา เมื่อวันที่ 28 กันยายน พ.ศ. 2555

#### ตารางที่ 5.6 การให้ความคุ้มครองเงินฝาก

| ระยะเวลาที่สถาบันการเงินปิดกิจการ           | จำนวนเงิน          |
|---------------------------------------------|--------------------|
| 11 สิงหาคม พ.ศ. 2555 - 10 สิงหาคม พ.ศ. 2558 | ไม่เกิน 50 ล้านบาท |
| 11 สิงหาคม พ.ศ. 2558 - 10 สิงหาคม พ.ศ. 2559 | ไม่เกิน 25 ล้านบาท |
| 11 สิงหาคม พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป              | ไม่เกิน 1 ล้านบาท  |

ที่มา : สถาบันคุ้มครองเงินฝาก

ในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2554 นี้ จะเริ่มมีการปรับลดวงเงินคุ้มครองเงินฝากลง ซึ่งผลจากการลดวงเงินคุ้มครองจะทำให้ผู้ฝากเงินเผชิญกับความเสี่ยงด้านเครดิตอีกครั้งเหมือนก่อนปี พ.ศ. 2540 โดยเฉพาะกลุ่มผู้ที่มีเงินฝากขนาดใหญ่จะต้องมีการปรับตัวเพื่อรองรับกับการลดวงเงินคุ้มครองในครั้งนี้ โดยเฉพาะภาครัฐ (รัฐบาลและองค์การของรัฐ) ซึ่งมีเงินฝากประเภทฝากประจำกว่า 1.7 แสนล้านบาท หรือหากรวมทุกประเภทจะมีเงินฝากมากกว่า 5 แสนล้านบาท ซึ่งหากมีการนำวิธีการบริหารจัดการทางการเงินที่มีประสิทธิภาพมาใช้เพื่อลดหรือปิดความเสี่ยงต่าง ๆ ที่อาจจะเกิดขึ้น รวมถึงการนำเงินสดส่วนเกินกว่าความจำเป็นในการบริหารสภาพคล่องโดยปกติ กระจายออกไปลงทุนในหลักทรัพย์อื่น เช่น ลงทุนในหลักทรัพย์อื่น ๆ ที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเงินฝากโดยมีความเสี่ยงเท่ากับการฝากเงิน หรือไปลงทุนที่ให้ผลตอบแทนเท่ากับเงินฝาก แต่มีความเสี่ยงที่ลดลง เช่น พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น ก็จะทำให้ความต้องการพันธบัตรรัฐบาลสูงขึ้น และอาจจะไม่เพียงพอต่อความต้องการลงทุนได้

#### ตารางที่ 5.7 สัดส่วนเงินฝากของผู้ฝากประเภทต่าง ๆ

|                                | เม.ย. 2556 p  |                     |           |         |
|--------------------------------|---------------|---------------------|-----------|---------|
|                                | รวมเงินรับฝาก | จ่ายเงินเมื่อทวงถาม | ออมทรัพย์ | ประจำ   |
| 1. รัฐบาล                      | 668,711       | 80,350              | 394,148   | 194,213 |
| 2. รัฐวิสาหกิจและองค์การของรัฐ | 128,046       | 7,957               | 82,209    | 37,880  |

|                                          |           |         |           |           |
|------------------------------------------|-----------|---------|-----------|-----------|
| 3. กองทุนต่าง ๆ                          | 303,447   | 7,957   | 78,780    | 216,710   |
| 4. ธุรกิจ                                | 1,984,044 | 210,872 | 956,342   | 816,830   |
| 5. บุคคลธรรมดา                           | 5,827,686 | 69,109  | 2,710,694 | 3,047,882 |
| 6. สถาบันการเงินในประเทศ                 |           |         |           |           |
| 7. สถาบันที่ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อหากำไร | 306,205   | 3,290   | 82,398    | 220,518   |
| 8. สถาบันการเงินในต่างประเทศ             | 27,854    | 16,698  | 3,483     | 7,673     |
| 9. บุคคลผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ       | 262,308   | 12,070  | 124,922   | 125,316   |
| รวม                                      | 9,727,619 | 436,570 | 4,547,874 | 4,743,174 |

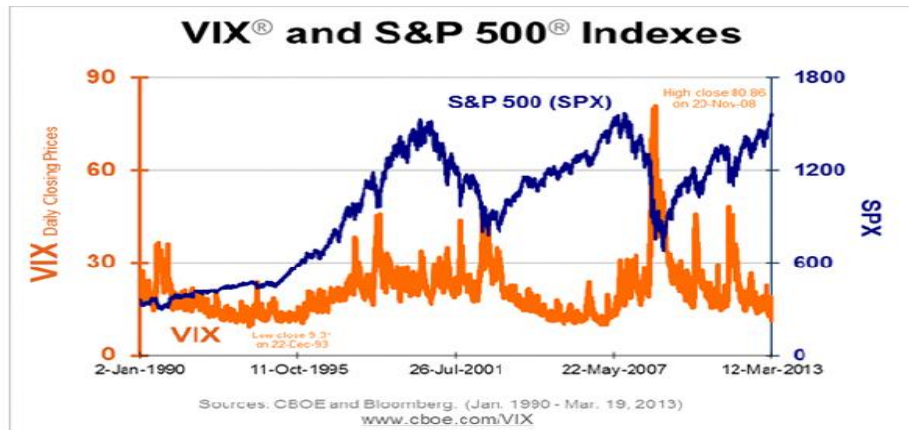
ที่มา : ธปท. <http://www2.bot.or.th/statistics/ReportPage.aspx?reportID=158&language=th>

## 5.2 ความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ

### 5.2.1 การลงทุนต่างประเทศมีความผันผวนและความเสี่ยงต่อเนื่อง

ผลของกระแสเงินลงทุนโลกที่เคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็ว การเชื่อมโยงกันของระบบเศรษฐกิจ ตลาดเงินและตลาดทุนระหว่างประเทศ โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากบรรยากาศที่ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุนทั้งข้อตกลงและความร่วมมือทางการค้าและการลงทุนระดับทวิภาคีและพหุภาคี ตลอดจนการรวมตัวทางเศรษฐกิจของภูมิภาคต่าง ๆ ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสารสนเทศ ธุรกิจใหม่ ๆ ทางการเงิน การขยายตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลกอย่างต่อเนื่อง ทำให้ความผันผวนในตลาดเงินตลาดทุนโลกเคลื่อนไหวอย่างรวดเร็ว และมีความผันผวนเพิ่มขึ้น ซึ่งจะเห็นได้จากการเกิดเหตุการณ์วิกฤต Subprime ในช่วงปี 2008 ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง และดัชนี Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index หรือที่รู้จักกันในนามของ VIX ซึ่งเป็นเครื่องชี้วัดความผันผวนของดัชนี S&P500 ได้ทะยานขึ้นสูงเป็นประวัติการณ์ในปี 2008 และในช่วงสิงหาคม 2011 การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศสหรัฐฯ จาก AAA ลงมาอยู่ที่ AA+ โดย S&P ประกอบกับปัญหาเกี่ยวกับภาคการคลังในกลุ่มยูโรโซนทำให้ความผันผวนและความเสี่ยงในตลาดการเงินโลกพุ่งขึ้นอีกครั้ง ซึ่งหากมีการลงทุนระหว่างประเทศจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงและความผันผวนในตลาดการเงินโลกที่เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย

## แผนภาพที่ 5.5 ดัชนี S&P 500 และดัชนี VIX



ที่มา: Bloomberg และ KBANK

### 5.2.2 วิกฤตการเงินในต่างประเทศเกิดบ่อยครั้ง

โอกาสในการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจโลกพบว่ายังคงมีอยู่ต่อเนื่อง และการที่ประเทศต่าง ๆ ในโลกมีการเชื่อมโยงกันมากขึ้นผ่านตลาดการเงิน ทำให้ปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งทางลบและบวกส่งถึงกันอย่างรวดเร็วและในระดับที่รุนแรงขึ้น เช่น การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศหนึ่งประเทศใดก็จะส่งผลกระทบต่อประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค หรือการเกิดปัญหาค่าเงินรูเบิลและตราสารหนี้ในรัสเซียที่ส่งผลกระทบต่อประเทศอื่น ๆ ที่ห่างไกลจากรัสเซีย ทั้งฮ่องกง บราซิลและเม็กซิโก ตลอดจนตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ

ปัญหาเศรษฐกิจล่าสุดที่อาจกลายเป็นวิกฤตเศรษฐกิจของโลกหลังจากเกิดวิกฤตซับไพร์มคือ วิกฤตหนี้สาธารณะของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว เช่น กรีซ ไอร์แลนด์ อิตาลี และโปรตุเกส เป็นต้น ซึ่งส่งผลให้ตลาดเงินตลาดทุนทั่วโลกสั่นไหว ซึ่งส่วนหนึ่งสะท้อนผ่านค่า Premium ของ Credit Default Swaps ซึ่งปรับสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในกลุ่มประเทศที่มีปัญหา ขณะเดียวกันก็กดดันให้ประเทศอื่น ๆ ที่อยู่ในกลุ่มเศรษฐกิจเดียวกัน เช่น เยอรมัน แม้ว่าจะไม่เผชิญกับปัญหาดังกล่าวให้ได้รับผลกระทบตามไปด้วย ทั้งนี้ หากพิจารณาตัวเลขจำนวนการเกิดวิกฤตการเงินที่เคยเกิดขึ้นในอดีตจาก IMF Database (2008) การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจได้เกิดขึ้นในโลก 334 ครั้งในระหว่างปี ค.ศ. 1970 – 2007 หรือเฉลี่ยปีละ 8.7 ครั้ง ซึ่งสูงกว่าประเทศไทยมาก เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว เศรษฐกิจไทย เคยเกิดวิกฤตจำนวนเพียง 3 ครั้ง สำหรับ Banking Crisis ในปี ค.ศ. 1983 และค.ศ. 1997 และ Currency Crisis ในปี



ค.ศ.1998<sup>4</sup> ดังนั้น ในการลงทุนต่างประเทศอาจจะต้องเผชิญการวิกฤติการเงินที่มีโอกาสเกิดไม่น้อยกว่าในประเทศ

### 5.2.3 ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Currency Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ในตลาดปริวรรตเงินตรา ซึ่งเป็นตลาดซื้อขายเงินตราต่างประเทศสกุลต่าง ๆ เช่น ตลาดปริวรรตเงินตราสกุลเหรียญสหรัฐ ก็คือตลาดที่ทำการซื้อขายเงินเหรียญสหรัฐ โดยขณะหนึ่งขณะใด จะมีผู้ต้องการซื้อเหรียญสหรัฐและผู้ที่ต้องขายเงินเหรียญสหรัฐ โดยผู้ที่ต้องการซื้อเหรียญสหรัฐ คือ พ่อค้าผู้นำเข้าสินค้าต่างประเทศ หรือผู้ที่ไปลงทุนในต่างประเทศ เป็นต้น สำหรับผู้ที่ต้องการขายเหรียญสหรัฐ ได้แก่ ผู้ส่งออก หรือผู้ที่เข้ามาลงทุนในประเทศ เป็นต้น ราคาซื้อขายเหรียญสหรัฐที่กำหนด เรียกว่า “อัตราแลกเปลี่ยน” (Exchange Rate) โดยแสดงจำนวนเงินบาทที่ต้องใช้ในการแลกเงินจำนวน 1 เหรียญสหรัฐ เช่น อัตราแลกเปลี่ยนของเงินบาทต่อ 1 เหรียญสหรัฐเท่ากับ 25.75 บาท ราคาส่งออกหรืออัตราแลกเปลี่ยนปรับเปลี่ยนขึ้นลงได้ กล่าวคือ ถ้าตลาดเสรี จะขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานของเงินตราสกุลนั้น ๆ เช่น กรณีที่อัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มเป็น 40.00 บาท แสดงว่า ค่าเงินบาทเสื่อมค่าลง (Depreciation) เมื่อเทียบกับค่าเงินเหรียญสหรัฐหรือกล่าวอีกนัยคือ ค่าเงินเหรียญสหรัฐแข็งตัวหรือเพิ่มค่าขึ้น (Appreciation) เมื่อเทียบกับเงินบาท การเสื่อมค่าหรือเพิ่มค่าดังกล่าวให้เป็นไปตามอุปสงค์และอุปทาน ของเหรียญสหรัฐ ถ้าอุปสงค์มากกว่าอุปทาน ค่าเงินบาทจะเสื่อมค่า (ค่าเหรียญสหรัฐเพิ่มค่า) แต่ถ้าอุปสงค์น้อยกว่าอุปทาน ค่าเงินบาทก็จะเพิ่มค่า (ค่าเหรียญสหรัฐลดค่าลง) ในกรณีตลาดไม่เสรี คือรัฐบาลมีอำนาจในการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนและต้องการเปลี่ยนแปลง เช่น เดิมกำหนดไว้ที่ 25.75 แล้วประกาศอัตราใหม่เป็น 26.00 บาท กรณีนี้เรียกว่าเป็นการลดค่าเงินบาท (Devalue) ในทางกลับกันถ้าประกาศอัตราใหม่เป็น 25.25 บาท กรณีนี้เรียกว่า เพิ่มค่าเงินบาท (Revalue) การปรับเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดประเภทนี้ จะขึ้นอยู่กับนโยบายของรัฐบาลและภาพรวมของเศรษฐกิจมหภาค โดยทั่วไประบบอัตราแลกเปลี่ยน แบ่งได้เป็นประเภทใหญ่ ๆ 2 ประเภท คือ ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ (Fixed Exchange-Rate System) และระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัว (Flexible Exchange-Rate System)

<sup>4</sup> Luc Laeven and Fabian Valencia, “Systemic Banking Crises : A New Database”, IMF Working Paper, 2008

<sup>5</sup> อัตราแลกเปลี่ยนที่จะกล่าวถึงในที่นี้จะใช้ระบบ Indirect Quotation คือ ระบุจำนวนเงินสกุลท้องถิ่นที่ใช้แลกเงินตราสกุลต่างประเทศจำนวน 1 หน่วย เป็นระบบที่ใช้ทั่วไปสำหรับประเทศต่าง ๆ ที่เทียบจำนวนเงินสกุลของตนเองเทียบกับ 1 เหรียญสหรัฐ สำหรับการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quotation เป็นการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนโดยระบุจำนวนเงินสกุลต่างประเทศเพื่อแลกกับเงินสกุลท้องถิ่น 1 หน่วย เป็นวิธีการกำหนดที่ใช้ในประเทศอังกฤษและประเทศในเครือจักรภพบางประเทศ เช่น กำหนด 1.657 เหรียญสหรัฐต่อ 1 ปอนด์สเตอร์ลิง

ทั้งนี้ ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน (Currency Risk) จากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ จะส่งผลให้การลงทุนในต่างประเทศขาดทุนหรือกำไรจากการลงทุนได้ ตัวอย่าง เช่น นาย A นำเงิน 1 เหรียญสหรัฐ เข้ามาลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทย ซึ่งมีอัตราแลกเปลี่ยน US\$ 1 = 25 บาท นาย A ลงทุนด้วยเงิน 25 บาท เป็นระยะเวลา 5 ปี ได้กำไรทุกปี ในอัตราร้อยละ 10 ต่อปี ดังนั้น นาย A มีเงินลงทุนพร้อมดอกเบี้ยทบต้น มีมูลค่าสะสมรวมเท่ากับ 40.27 บาท และต่อมา นาย A ต้องการที่จะถอนเงินที่ลงทุนไว้และส่งกลับไปยังประเทศของตน นาย A ต้องนำเงินลงทุนรวมทั้งผลกำไรที่เกิดขึ้น (40.27 บาท) ไปแลกกลับเป็นเงินสกุลเหรียญสหรัฐ โดยในวันที่ทำการแลกเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยน อัตราแลกเปลี่ยนอยู่ที่ US\$ 1 = 42 บาท ซึ่งค่าเงินเหรียญสหรัฐอ่อนค่าลงเทียบกับค่าเงินบาท ทำให้นาย A แลกเงินบาทไปเป็นเหรียญสหรัฐได้น้อยกว่าที่นำมาลงทุนในครั้งแรกซึ่งทำให้ผลกำไรที่เกิดขึ้นในระหว่างที่ลงทุน 5 ปี ไม่คุ้มกับการขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตาม ในทางกลับกัน หากค่าเงินในหลักทรัพย์ที่ลงทุน กลับเปลี่ยนแปลงจากที่อ่อนค่าเป็นแข็งค่าขึ้น ก็จะทำให้ผลในทางตรงข้าม คือ ได้กำไรจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในกรณีการออกไปลงทุนในต่างประเทศนั้น ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นความเสี่ยงที่ต้องเผชิญเพิ่มขึ้นจากการลงทุนภายในประเทศที่ไม่มีความเสี่ยงดังกล่าว โดยเฉพาะ การลงทุนในตราสารหนี้ซึ่งอัตราผลตอบแทนจากดอกเบี้ยอาจจะไม่คุ้มค่ากับการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนได้

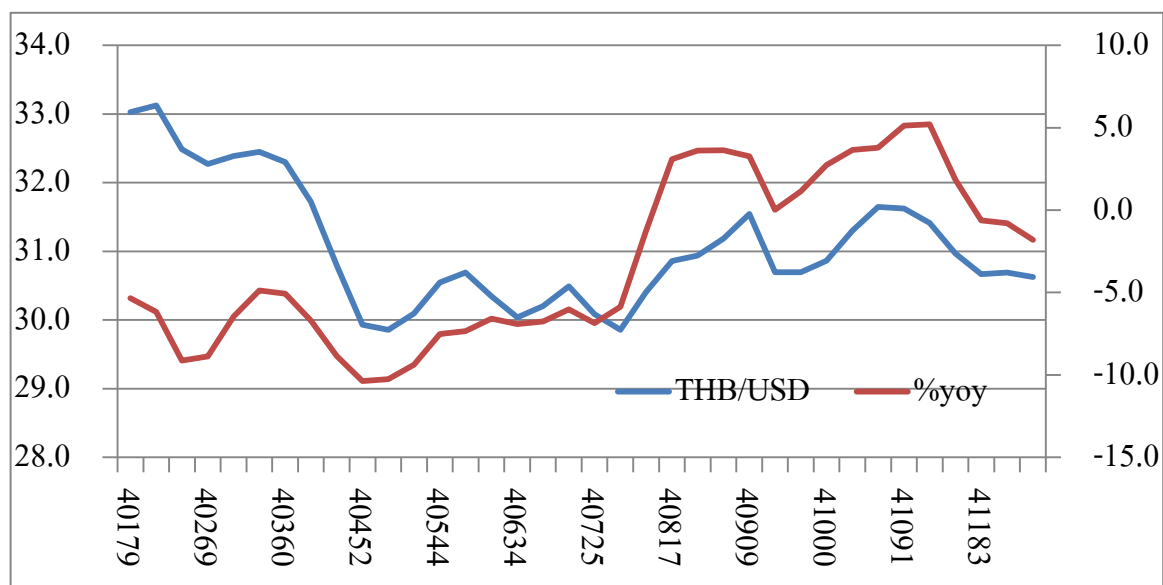
ในการลงทุนต่างประเทศบทเรียนที่ได้เคยเกิดขึ้นให้เรียนรู้เป็นกรณีศึกษา ได้แก่ บทเรียนจากออสเตรีย-ฮังการี โดยในช่วงต้นปี 2008 ได้เกิดปรากฏการณ์ฟิเวอร์ขึ้นในธุรกิจกองทุนรวมของไทย เมื่อบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ต่างพาเหรดคิดปิดพำนักลงทุนไทยไปลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศผ่านกองทุนรวม ตราสารหนี้ ไม่ว่าจะเป็น “กิมจิบอนด์” ที่ไปลงทุนในตราสารหนี้ของประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งถือเป็นสัดส่วนเงินลงทุนที่มากที่สุดประมาณร้อยละ 90 ในช่วงเวลาดังกล่าว และส่วนที่เหลือก็จะไปลงทุนในตราสารหนี้ประเทศออสเตรเลีย รวมทั้ง “กิมจิบอนด์” ที่ไปลงทุนในตราสารหนี้ประเทศนิวซีแลนด์ ซึ่งถือเป็น 3 ประเทศหลักที่เป็นเป้าหมายของเงินลงทุนทั่วโลกจากอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัว อยู่ในระดับสูงในขณะนั้น ซึ่งจุดขายที่สำคัญในการลงทุนต่างประเทศดังกล่าว คือ ผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ในประเทศไทยเอง โดยเฉพาะการไปลงทุนใน “ออสเตรียบอนด์” และ “กิมจิบอนด์” ที่มีอัตราผลตอบแทนคาดหวังจากการลงทุนในส่วน of อัตราดอกเบี้ยที่ได้รับหัก ค่าใช้จ่ายแล้วประมาณร้อยละ 5-6 แต่ไม่มีการปิดความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Risk) เอาไว้ จึงเป็นผลตอบแทนที่ยังไม่ได้รวมเอากำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเอาไว้ ซึ่งจะแตกต่างจากกองทุนพันธบัตรเกาหลีใต้ ส่วนใหญ่ที่บริษัทจัดการกองทุนรวมได้ออกขายและมีการปิดความเสี่ยงในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนเอาไว้ทั้งหมด

<sup>6</sup> ที่มา <http://bangkokbizweek.com/2009/01/04/Finance.php>

หากสถานการณ์ต่าง ๆ เป็นไปตามปกติที่ผู้จัดการกองทุนคาดไว้ ก็คงจะไม่เกิดปัญหาขาดทุนขึ้น แต่เมื่อสถานการณ์วิกฤติการเงินในตลาดทุนของโลกขึ้นและเปลี่ยนแปลงไป มีความต้องการเม็ดเงินลงทุนกลับสหรัฐ เพื่อไปแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นโดยเฉพาะประเทศเกาหลีใต้ ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ ซึ่งเป็น 3 ประเทศที่มีเม็ดเงินลงทุนไหลออกไปมากกว่าประเทศอื่น ๆ ด้วยเช่นเดียวกัน จนส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของทั้ง 3 ประเทศ อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินเหรียญสหรัฐอย่างรวดเร็ว และรุนแรง โดยค่าเงินออสเตรเลียอ่อนค่าลงตั้งแต่ สิ้นปีค.ศ. 2007-4 ธ.ค. 2008 ร้อยละ 26.68 ค่าเงินนิวซีแลนด์อ่อนค่าลงร้อยละ 30.63 และค่าเงินเกาหลีใต้อ่อนค่าลงร้อยละ 36.71

กองทุนตราสารหนี้ที่ไปลงทุนในเกาหลีใต้ ส่วนใหญ่จะมีการปิดความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยนเอาไว้ จึงไม่ได้รับผลกระทบจากค่าเงินวอนที่อ่อนค่าลงสักเท่าไรนัก ส่วนผลกระทบที่เห็นได้ชัดเจนกลับปรากฏ อยู่ที่กองทุนตราสารหนี้ที่ไปลงทุนในพันธบัตรออสเตรเลียและพันธบัตรนิวซีแลนด์ ซึ่งมีการเปิดความเสี่ยงในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยนเอาไว้ โดยผลตอบแทนของกองทุนที่ไปลงทุนในตราสารหนี้ของทั้ง 2 ประเทศ (ณ สิ้นเดือน พ.ย. ค.ศ. 2008) ย้อนหลัง 3 เดือน มีผลตอบแทนติดลบตั้งแต่ร้อยละ 15.56-21.30 ย้อนหลัง 6 เดือน ให้ผลตอบแทนติดลบร้อยละ 18.67-24.52 ทั้งนี้ กองทุนเหล่านี้จะเริ่มทยอยครบกำหนดอายุ ตั้งแต่เดือน ม.ค.-ค.ค. ค.ศ. 2009 แล้วแต่กองทุนที่จะต้องลุ้นให้ค่าเงินออสเตรเลียและนิวซีแลนด์กลับมาแข็งค่าขึ้นให้ได้มากที่สุด ในช่วงเวลาที่เหลืออยู่ของกองทุนนี้ เรื่องนี้จึงเป็นบทเรียนหนึ่งที่นักลงทุนไทยน่าจะได้ ประจักษ์ คือผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจากการไปลงทุนในต่างประเทศ โดยเฉพาะตราสารหนี้

แผนภาพที่ 5.6 การเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทเทียบกับเหรียญสหรัฐ

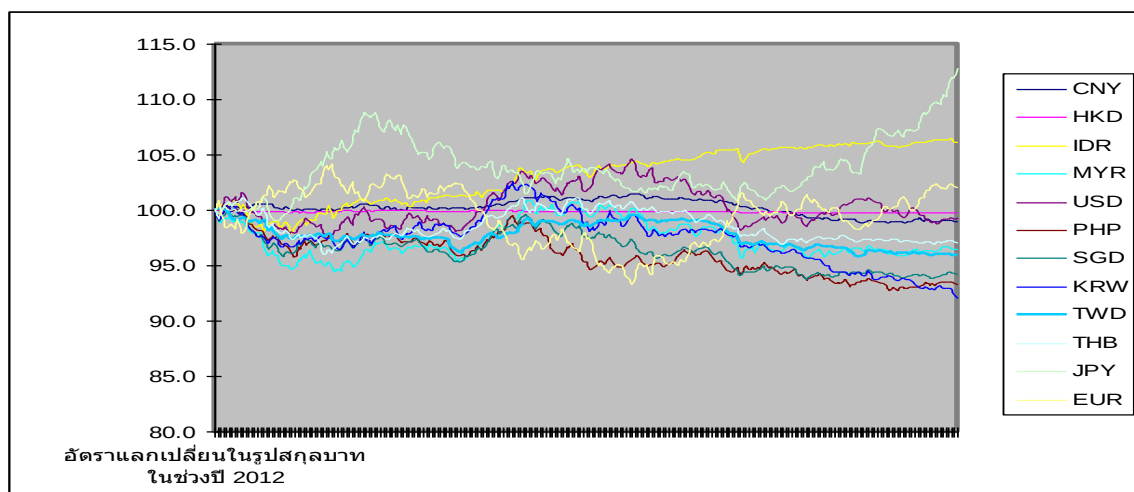


ที่มา : ธปท.

ในกรณีที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นก็จะส่งผลให้มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ลงทุนในต่างประเทศมูลค่าลดลงเมื่อเทียบกับเงินบาท โดยหากพิจารณาค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเหรียญสหรัฐในช่วง ม.ค. 2012-ธ.ค. 2012 พบว่าค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นกว่าร้อยละ 3.0 จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ซึ่งหากไม่มีการป้องกันความเสี่ยงไว้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในช่วงเวลา 1 ปี ต่ำกว่าร้อยละ 3.0 ก็จะไม่สามารถชดเชยการผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนไว้ได้

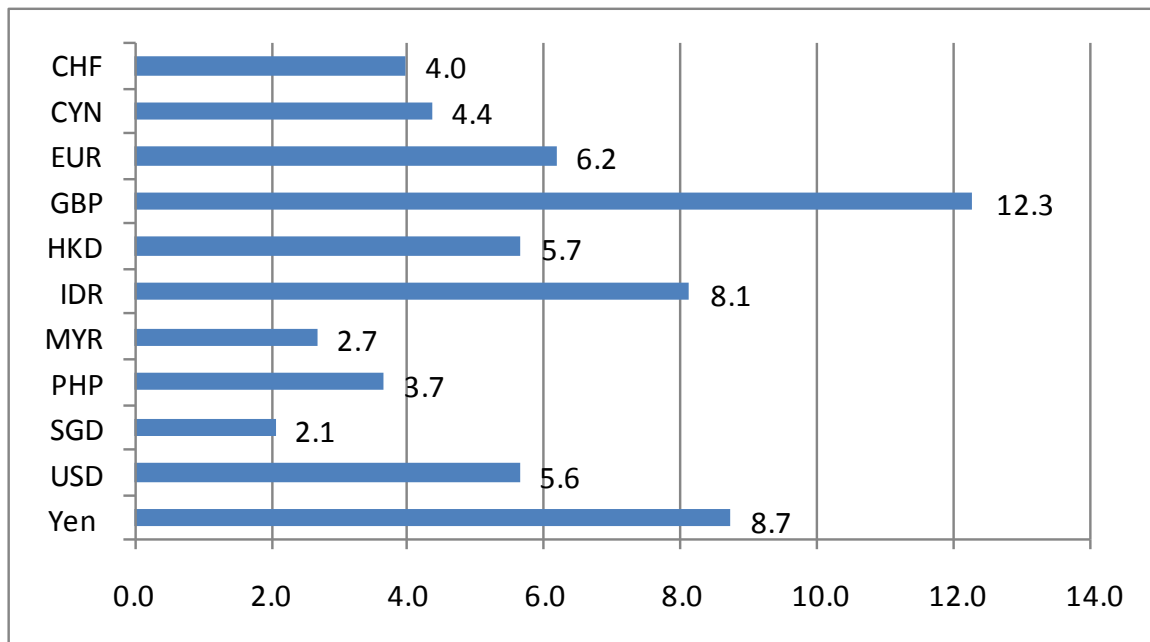
หากพิจารณาถึงโอกาสที่จะเกิดการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนในสกุลเงินต่าง ๆ พบว่าในช่วงที่ผ่านมาค่าเงินหลายสกุล มีความผันผวนมาก สะท้อนได้จากค่า Standard Deviation ในช่วงปี ค.ศ. 2008 – 2012 เช่น เงินสกุลอินโดนีเซีย ค่าเงินเยนของ หรือค่าเงินยูโร ซึ่งค่าเงินที่ผันผวนส่วนหนึ่งเป็นผลจากโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ การส่งออกและนำเข้า และอีกองค์ประกอบมาจากการเคลื่อนย้ายของเงินทุน ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่กดดันให้ค่าเงินประเทศต่าง ๆ เปลี่ยนแปลงไป

แผนภาพที่ 5.7 อัตราแลกเปลี่ยนในรูปสกุลบาทในช่วงปี ค.ศ. 2008 – 2012



ที่มา : ธปท. และคณะวิจัย

แผนภาพที่ 5.8 Standard Deviation ของอัตราแลกเปลี่ยนในรูปสกุลบาทในช่วงปี ค.ศ. 2008-2012



ที่มา : นักวิจัย

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะเพิ่มความเสี่ยงจากการลงทุนสูงขึ้น แต่ในปัจจุบัน นักลงทุนสามารถบริหารความเสี่ยงจากค่าเงินได้ ผ่านเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงต่าง ๆ ที่มีขายอยู่ในปัจจุบัน เช่น การซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าผ่านสัญญา Forward หรือ FX Swap<sup>7</sup> ได้ ซึ่งจะช่วยให้ นักลงทุนทราบถึงอัตราแลกเปลี่ยนที่จะซื้อขายแน่นอนในอนาคตได้ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงการลงทุนในต่างประเทศได้ เช่น กองทุนรวมตราสารหนี้ที่ลงทุนในพันธบัตรเกาหลีใต้ ซึ่งได้ป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเต็มจำนวนทำให้นักลงทุนสามารถทราบจำนวนผลตอบแทนแน่นอนที่จะได้รับ ซึ่งหากมีผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนภายในประเทศ ก็จะทำให้ นักลงทุนต่าง ๆ ออกไปลงทุนใน กองทุนดังกล่าวจำนวนมาก อย่างที่เคยเกิดขึ้นในช่วงปี ค.ศ. 2008-2009

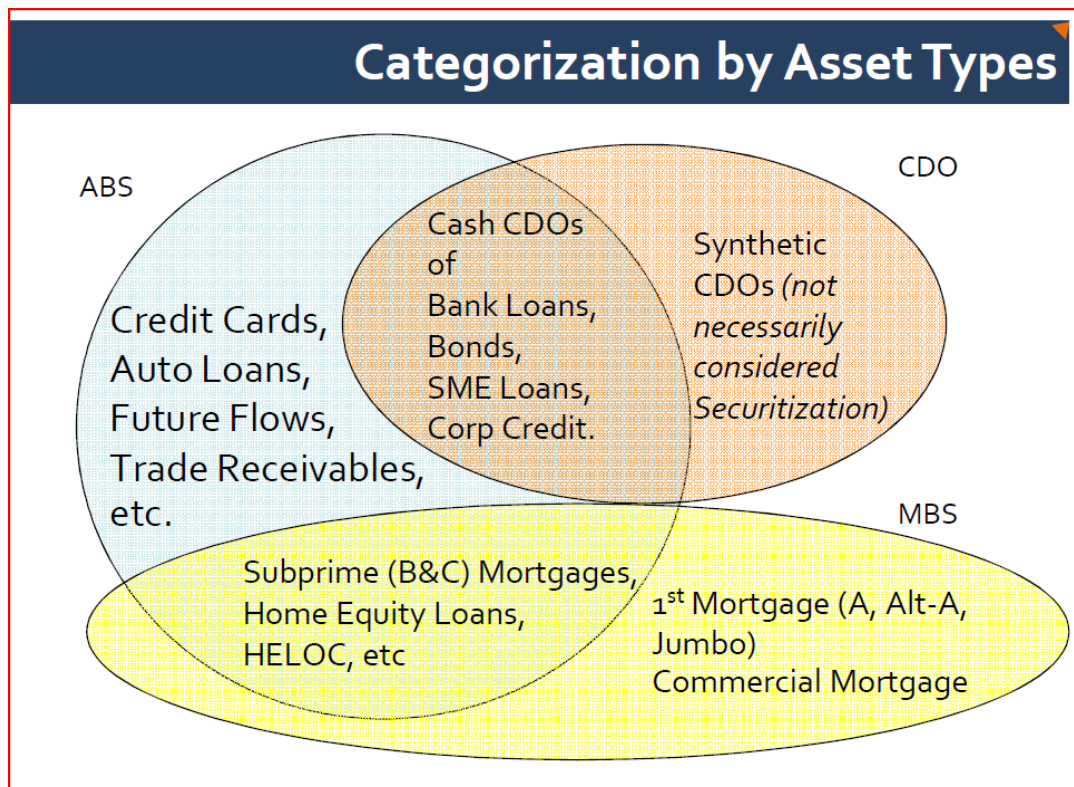
#### 5.2.4 ผลกระทบทางการเงินมีความซับซ้อน

ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมาตลาดการเงินมีการพัฒนาและมีความซับซ้อนเพิ่มมากขึ้น ดังจะ เห็นได้ว่ามีสินค้าทางการเงิน หรือรูปแบบการลงทุนใหม่ ๆ เกิดขึ้น เช่น กลุ่มสินค้าอนุพันธ์ ผลกระทบ การลงทุนค่อนข้างซับซ้อน และมีนโยบายที่อาจจะไม่เปิดเผยข้อมูลบางส่วน ซึ่งเป็นผลจากเทคโนโลยีที่ ดีขึ้น ทำให้มีการพัฒนานวัตกรรมทางการเงิน และผลกระทบทางการเงินใหม่เพื่อรองรับกับความ

<sup>7</sup> วิธีป้องกันความเสี่ยงต่าง ๆ ดูใน Appendix F

ต้องการของนักลงทุน เช่น ความต้องการเก็งกำไร ความต้องการป้องกันความเสี่ยง ดังที่กล่าวไว้ในข้อ 4.2.3 รวมถึงความต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในบริเวณที่ไม่มีกฎระเบียบรองรับ หรือควบคุมอย่างเข้มงวด ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเจน คือ วิกฤตการเงินในประเทศสหรัฐในปี ค.ศ. 2008 ที่ได้ลุกลามกลายเป็นวิกฤตการเงินของโลก ได้ชี้ให้เห็นแล้วว่าความล่าช้าในการพัฒนาตลาดเงิน และ ตลาดทุนที่ทำให้มีนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ เกิดขึ้นอยู่เสมอ หนึ่งในนวัตกรรมทางการเงิน คือ Securitization ซึ่งชื่อเรียกอาจจะแตกต่างกันตามประเภทหลักทรัพย์ที่นำมาใช้ทำ Securitization เช่น Asset Backed Securitization (ABS)<sup>8</sup> ซึ่งใช้รายได้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตมาเป็น Underlying Asset หรือ Mortgage Backed Securitization (MBS)<sup>9</sup> ซึ่งใช้การจำนองมาเป็น Underlying Asset

#### แผนภาพที่ 5.9 การจัดกลุ่ม Securitization



ที่มา : เอกสารการอบรมของ THAIBMA

<sup>8</sup> ดูความหมายและรายละเอียดในภาคผนวก

<sup>9</sup> ดูความหมายและรายละเอียดในภาคผนวก

และต่อมามีการพัฒนา Securitization ให้มีความซับซ้อนขึ้นไปอีกระดับ เช่น CDO-Squared ซึ่งเป็นการสร้าง CDO ที่ลงทุนใน CDO อีกชั้นหนึ่ง ซึ่งยังทำให้การประเมินความเสี่ยงของหลักทรัพย์ที่ลงทุนมีความยุ่งยากและเข้าใจได้ยากขึ้น ซึ่งหากผู้ลงทุนไม่เข้าใจและประเมินความเสี่ยงในหลักทรัพย์ที่ลงทุนไม่เพียงพอแล้ว ผู้ลงทุนอาจจะได้รับความเสียหายอย่างที่เคยเกิดขึ้นวิกฤติการเงินในปี ค.ศ. 2008 ได้

#### 5.2.5 ระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนต่างประเทศมีความซับซ้อน และแตกต่าง

ลักษณะการลงทุนของแต่ละประเทศมีความแตกต่างและซับซ้อน เนื่องจากมีระเบียบกฎหมายที่แตกต่างกัน จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่นักลงทุนต้องมีความรอบคอบและศึกษาเป็นอย่างดีก่อนที่จะเข้าไปลงทุนในประเทศนั้น ๆ ซึ่งอาจจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงทางด้านกฎระเบียบได้ โดยเฉพาะช่วงที่ผ่านการเงินทุนเคลื่อนย้ายได้ไหลเข้าไปลงทุนในประเทศที่มีการเติบโตทางเศรษฐกิจต่าง ๆ เป็นจำนวนมาก ทำให้ในบางประเทศได้มีกำหนดมาตรการต่าง ๆ เพื่อควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินของเงินทุนเหล่านั้น เพื่อป้องกันการเคลื่อนย้ายของเงินทุนที่อาจจะส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน และเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เช่น มาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้าไหลออก มาตรการทางภาษี การห้ามทำธุรกรรมการลงทุนบางประเภทของนักลงทุนต่างชาติ เป็นต้น

อีกมิติหนึ่งที่กองทุนภาครัฐจะต้องพิจารณาในการลงทุนในต่างประเทศ คือ ประเด็นเกี่ยวกับภาษี เนื่องจากโดยปกติการลงทุนของกองทุนภาครัฐภายในประเทศจะได้รับยกเว้นภาษีต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน แต่การลงทุนในบางประเทศ อาจจะถูกจัดเก็บภาษี ซึ่งนักลงทุนจะต้องพิจารณาว่าผลตอบแทนหลังหักภาษีแล้ว อาจจะมีผลตอบแทนไม่คุ้มค่าหรือไม่

#### ตารางที่ 5.8 อัตราภาษีหัก ณ ที่จ่ายจากเงินปันผลในประเทศต่าง ๆ

| Country   | Withholding Tax Rate on Dividend |
|-----------|----------------------------------|
| Argentina | 35.00%                           |
| Australia | 30.00%                           |
| Austria   | 25.00%                           |
| Belgium   | 25.00%                           |
| Brazil    | 0.00%                            |
| Bulgaria  | 15.00%                           |
| Canada    | 25.00%                           |

| Country        | Withholding Tax Rate on Dividend |
|----------------|----------------------------------|
| Chile          | 35.00%                           |
| China          | 10.00%                           |
| Colombia       | 0.00%                            |
| Croatia        | 0.00%                            |
| Cyprus         | 0.00%                            |
| Czech Republic | 15.00%                           |
| Denmark        | 28.00%                           |
| Egypt          | 0.00%                            |
| Estonia        | 0.00%                            |
| Finland        | 28.00%                           |
| France         | 25.00%                           |
| Germany        | 26.38%                           |
| Greece         | 21.00%                           |
| Hong Kong      | 0.00%                            |
| Hungary        | 10.00%                           |
| Iceland        | 15.00%                           |
| India          | 0.00%                            |
| Indonesia      | 20.00%                           |
| Ireland        | 20.00%                           |
| Israel         | 25.00%                           |
| Italy          | 27.00%                           |
| Japan          | 10.00%                           |
| Latvia         | 10.00%                           |
| Liechtenstein  | 4.00%                            |
| Lithuania      | 15.00%                           |
| Luxembourg     | 15.00%                           |



| Country           | Withholding Tax Rate on Dividend |
|-------------------|----------------------------------|
| Macedonia (FYROM) | 10.00%                           |
| Malaysia          | 0.00%                            |
| Malta             | 35.00%                           |
| Mexico            | 0.00%                            |
| Netherlands       | 15.00%                           |
| New Zealand       | 30.00%                           |
| Norway            | 25.00%                           |
| Peru              | 4.10%                            |
| Philippines       | 30.00%                           |
| Poland            | 19.00%                           |
| Portugal          | 21.50%                           |
| Romania           | 16.00%                           |
| Russia            | 15.00%                           |
| Serbia            | 20.00%                           |
| Singapore         | 0.00%                            |
| Slovak Republic   | 0.00%                            |
| Slovenia          | 20.00%                           |
| South Africa      | 0.00%                            |
| South Korea       | 0.00%                            |
| Spain             | 19.00%                           |
| Sweden            | 30.00%                           |
| Switzerland       | 35.00%                           |
| Taiwan            | 30.00%                           |
| Thailand          | 10.00%                           |
| Turkey            | 15.00%                           |
| Ukraine           | 15.00%                           |

| Country        | Withholding Tax Rate on Dividend |
|----------------|----------------------------------|
| United Kingdom | 0.00%                            |
| USA            | 30.00%                           |
| Vietnam        | 0.00%                            |

ที่มา : STOXX

### 5.3 จุดแข็งของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ

#### 5.3.1 เงินลงทุนสูง

ดังได้กล่าวในบทที่ 3 องค์การปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่มีใช้สถาบันการเงิน และทุนหมุนเวียนของรัฐ มีเงินฝากธนาคารในระดับสูง ประเมินว่า มีมูลค่ามากกว่า 1.0 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2555 โดยที่การจัดตั้งกองทุนขนาดใหญ่ของรัฐมีเงินลงทุนสูง อาทิ 1 แสนล้านบาท หรือร้อยละ 10 ของเงินฝาก เมื่อดูเงินลงทุนที่สูงย่อมเพิ่มอำนาจต่อรองต่าง ๆ รวมทั้งต้นทุนในการบริหารเงิน

#### 5.3.2 ประสบการณ์การลงทุนของบางกองทุน

กองทุนของรัฐที่มีประสบการณ์ในการลงทุนในต่างประเทศมาก คือ กบข. ทั้งนี้ ในตลาดการเงินโลก Pension Fund หรือกองทุนเพื่อการชราภาพ มีบทบาทสำคัญที่สุดในการลงทุนในตลาดการเงินโลก (World Pension Funds มีขนาด 29 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 36 ของขนาดรวมของกองทุนทุกประเภทของทั้งโลก) มีการลงทุนในต่างประเทศสูงมาก เนื่องจากต้องการผลตอบแทนที่สูงสำหรับรองรับการชราภาพ ในขณะเดียวกัน หากลงทุนในประเทศตนเองนั้น ย่อมเสี่ยงต่อวัฏจักรเศรษฐกิจของประเทศตน รวมทั้งการที่มีขนาดเงินลงทุนสูง จึงต้องทำการลงทุนในตลาดที่มีสภาพคล่องสูงและกระจายความเสี่ยงการลงทุน

กบข. มีประสบการณ์ลงทุนในต่างประเทศ 9 ปี โดยเริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 มีเป้าหมายหาผลตอบแทนที่สูงกว่าเงินเฟ้อ ในขณะเดียวกันจำเป็นต้องป้องกันความเสี่ยงจากวัฏจักรเศรษฐกิจของภายในประเทศจึงมีการลงทุนในต่างประเทศส่วนหนึ่ง มีการลงทุนทั้งตราสารหนี้และตราสารทุนต่างประเทศ มีประสบการณ์ในการจ้างผู้จัดการกองทุนในการลงทุนในต่างประเทศมากขึ้น

## 5.4 ข้อจำกัดของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ

### 5.4.1 ไม่มีนโยบายภาพรวมการลงทุนในต่างประเทศ

ในช่วงที่ผ่านมาการสนับสนุนให้ออกไปลงทุนต่างประเทศจะเน้นสนับสนุนภาคเอกชนที่มีศักยภาพให้ออกไปลงทุนต่างประเทศผ่านการผ่อนคลายกฎระเบียบให้สะดวกยิ่งขึ้นสำหรับการออกไปลงทุนต่างประเทศ ขณะที่การลงทุนในภาครัฐบาลส่วนใหญ่เน้นมักจะเน้นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ ดังนั้น จึงจำกัดการลงทุนในสินค้าที่มีความซ้ำซ้อนและความเสี่ยงไม่มากนัก โดยเฉพาะการประเมินว่าการลงทุนในต่างประเทศนั้นค่อนข้างมีความเสี่ยงที่สูงกว่าการลงทุนในประเทศ โดยเฉพาะกฎระเบียบโดยส่วนใหญ่ยังไม่เปิดช่องให้ลงทุน แม้ว่าจะเป็นการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลต่างประเทศมีการปิดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนและกำหนดผลตอบแทนที่จะได้รับไว้อย่างชัดเจน ดังนั้น จึงเห็นได้ว่าในส่วนของการลงทุนหลักทรัพย์ต่างประเทศ ภาครัฐยังไม่ได้เปิดช่องหรือให้การส่งเสริมให้ทำการลงทุนประเภทนี้มากนัก การลงทุนในต่างประเทศส่วนใหญ่จึงมักอยู่ภายใต้การบริหารจัดการของภาคเอกชน และสำหรับการลงทุนของภาครัฐยังจำกัดอยู่เพียงบางองค์กรด้านการลงทุนซึ่งมีขนาดใหญ่ เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ และกองทุนประกันสังคม เป็นต้น อย่างไรก็ตาม หากพิจารณากองทุนภาครัฐประเภทเดียวกันในต่างประเทศก็จะพบว่า สัดส่วนของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนภาครัฐของไทยมีสัดส่วนน้อยกว่าที่ของต่างประเทศ

สำหรับการกำกับดูแลการลงทุนของกองทุนภาครัฐจะขึ้นอยู่การกำกับดูแลของคนละหน่วยงานแยกออกไปเป็นเอกเทศจากกัน ทำให้ไม่มีการดูในภาพรวมเกี่ยวกับนโยบายการลงทุนในต่างประเทศ ทั้งนี้ การลงทุนของกองทุนภาครัฐนอกจากจะต้องปฏิบัติตามระเบียบที่เกี่ยวข้องของแต่ละกองทุนเองแล้วยังมีระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนที่ออกโดยหน่วยงานที่กำกับดูแลและระเบียบต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องโดยตรงอีก เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) เป็นต้น รวมถึงยังไม่มีแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการบริหารจัดการลงทุน การบริหารความเสี่ยงที่ดี เพื่อเป็นกรอบแนวทางในการปฏิบัติงานแก่ผู้เกี่ยวข้อง ซึ่งหากมีนโยบายภาพรวมเกี่ยวกับการลงทุนในต่างประเทศ จะช่วยให้การลงทุนในต่างประเทศจะเกิดประโยชน์ต่อการบริหารจัดการลงทุนของกองทุนภาครัฐ

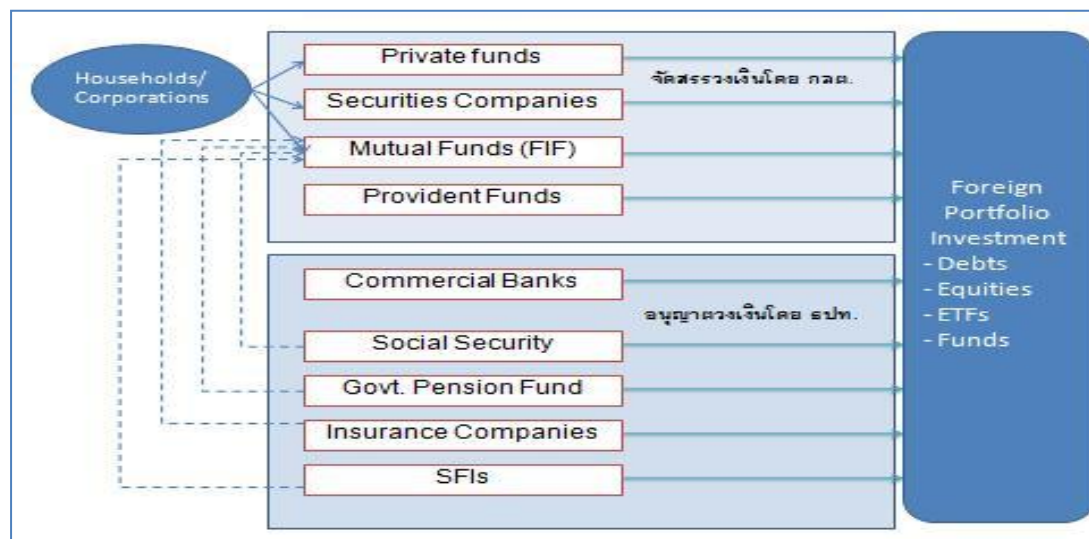
ทั้งนี้ การลงทุนต่างประเทศของภาครัฐยังไม่มีผู้รับผิดชอบโดยตรงเพื่อเป็นตัวกลางในการประสานแก้ไขปัญหาสำหรับการลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากกองทุนภาครัฐแต่ละแห่งอยู่ภายใต้กำกับดูแลแต่ละหน่วยงาน รวมถึงแต่ละกองทุนก็เป็นนักลงทุนในตลาด ทำให้ลักษณะความสัมพันธ์เป็นในทางคู่ค้ามากกว่าเป็นกองทุนภาครัฐ ทำให้การแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างกองทุนมีน้อย ซึ่งหากมีการแลกเปลี่ยนข้อมูล และทรัพยากรร่วมกัน จะใช้ให้เกิดประสิทธิภาพในการบริหารจัดการลงทุนเพิ่มขึ้น รวมถึงการทำหน้าที่ต่อรองและประสานกับประเทศที่เข้าไปลงทุน เพื่อรักษาประโยชน์ของกองทุนภาครัฐโดยรวม เช่น การยกเว้นภาษี และการลดขั้นตอนในการเข้าไปลงทุน เป็นต้น

#### 5.4.2 ข้อจำกัดด้านกฎระเบียบ

การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศของไทยในอดีตนั้นถูกจำกัดด้วยระเบียบกฎเกณฑ์ของภาครัฐ โดยเฉพาะธนาคารแห่งประเทศไทย โดยก่อนปีพ.ศ. 2545 การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศของนักลงทุนไทยเป็นการลงทุนของระบบธนาคารพาณิชย์เท่านั้น เนื่องจากการลงทุนของภาคเอกชนที่มีใช้ธนาคารยังไม่ได้รับอนุญาต<sup>10</sup> โดยภายหลังจากปี พ.ศ. 2545 เป็นต้นมา ภาครัฐได้ผ่อนคลามาตรการให้นักลงทุนไทยสามารถออกไปลงทุนได้มากขึ้น โดยกลุ่มที่ได้รับอนุญาตให้สามารถออกไปลงทุนต่างประเทศได้เป็นกลุ่มแรก ๆ ได้แก่ กลุ่มนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) โดยเฉพาะภายหลังจากปี พ.ศ. 2550 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้มีนโยบายผ่อนปรนระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนต่างประเทศเพื่อช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนในประเทศไทยไปลงทุนในต่างประเทศมากขึ้น

นอกจากนี้ การลงทุนในต่างประเทศมีข้อจำกัดการลงทุนของแต่ละกองทุน โดยกองทุนส่วนใหญ่ไม่มีนโยบายการลงทุนในต่างประเทศ อาทิ กองทุนเงินทดแทนและกองทุนคุ้มครองเงินฝาก และสำหรับ กบข. มีเพดานการลงทุนในต่างประเทศร้อยละ 25 ในขณะที่เพดานในลักษณะดังกล่าวของประเทศพัฒนาแล้วไม่มี อาทิ ของ เยอรมนี เบลเยียม เดนมาร์ก สาธารณรัฐเชค ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์แคนาดา สหรัฐ และอังกฤษ

แผนภาพที่ 5.10 ช่องทางการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศของนักลงทุนไทยและระเบียบกำกับ



<sup>10</sup> อุบลรัตน์ จันทรังษ์ และปานจิตร ฉัตรไพศาล, "การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศของไทยและผลกระทบจากวิกฤติการเงิน", แวนชยายเศรษฐกิจ ฉบับที่ 11 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2552

การลงทุนในต่างประเทศสามารถแบ่งออกได้หลายกลุ่ม อาทิเช่น กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มนักลงทุนสถาบัน ได้แก่ กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกัน และสถาบันการเงินเฉพาะกิจ และกลุ่มนักลงทุนรายบุคคล เป็นต้น แต่หากจะพิจารณาเกี่ยวกับนโยบายการลงทุนต่างประเทศสำหรับการลงทุนของภาครัฐพบว่าเป็นการลงทุนที่ใหม่สำหรับกองทุนภาครัฐ เนื่องจากกองทุนภาครัฐส่วนใหญ่ยังถูกจำกัดกรอบการลงทุนภายในประเทศเท่านั้น ยกเว้น กบข. และกองทุนประกันสังคม ซึ่งเป็นกองทุนภาครัฐที่ได้ลงทุนและมีประสบการณ์ในการลงทุนต่างประเทศแต่มีระเบียบข้อจำกัดจากวงเงินการลงทุนในต่างประเทศ เช่น กรณี กบข. กำหนดให้ลงทุนต่างประเทศได้ไม่เกินร้อยละ 25 ของเงินลงทุน เป็นต้น

#### 5.4.3 การขาดความรู้และประสบการณ์สำหรับบางกองทุนของรัฐ

จากการที่การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศของไทยในอดีตนั้นถูกจำกัดด้วยระเบียบกฎเกณฑ์ของภาครัฐ ดังกล่าวใน 5.3.2 ทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับกองทุนขาดประสบการณ์ ความรู้ และเป็นสาเหตุที่สำคัญทำให้ไม่มีการลงทุนในต่างประเทศ ทั้งที่บ่อยครั้งมีความเสี่ยงจากการลงทุนต่ำสำหรับกองทุนที่มีการลงทุนในต่างประเทศของไทยมีน้อยมาก โดยในปัจจุบันมีเพียง กบข. และประกันสังคม ซึ่งอาจสรุปได้ว่ากองทุนภาครัฐแทบทั้งหมดไม่มีประสบการณ์การลงทุนในต่างประเทศ

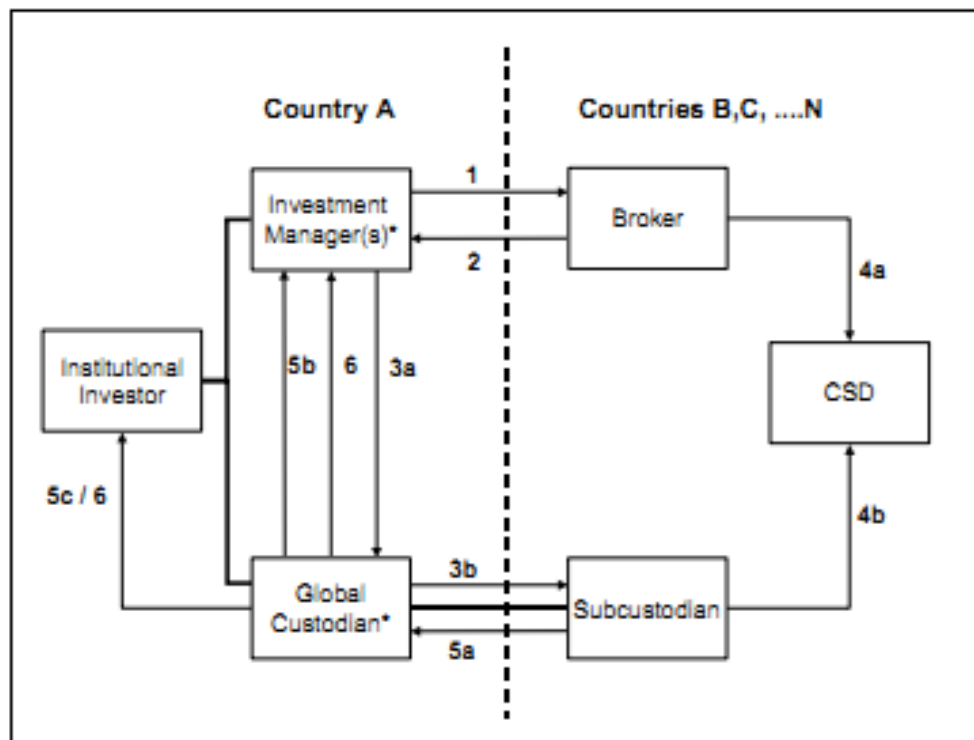
#### 5.4.4 บุคลากรที่มีความรู้ความเข้าใจสำหรับการลงทุนต่างประเทศมีจำกัด

เนื่องจากในอดีตการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศของไทยถูกจำกัดด้วยระเบียบกฎเกณฑ์ของภาครัฐ และเริ่มต้นปี พ.ศ. 2545 ที่ภาครัฐได้ผ่อนคลาตามาตรการให้นักลงทุนไทยสามารถออกไปลงทุนได้มากขึ้น โดยกลุ่มที่ได้รับอนุญาตให้สามารถออกไปลงทุนต่างประเทศได้เป็นกลุ่มแรก ๆ ได้แก่ กลุ่มนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) และธนาคารประเทศไทยได้มีนโยบายผ่อนปรนระเบียบเกี่ยวกับการลงทุนต่างประเทศเพื่อช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนในประเทศไทยไปลงทุนในต่างประเทศมากขึ้น ภายหลังจากปี พ.ศ. 2550 เป็นต้นมา ดังนั้น การลงทุนในต่างประเทศของนักลงทุนไทยเริ่มต้นอย่างจริงจังนั้นเกิดขึ้นมาไม่นานส่งผลให้บุคลากรที่มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการลงทุนต่างประเทศยังมีค่อนข้างจำกัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของภาครัฐ

นอกจากนี้ ในเรื่องการลงทุนที่มีความสลับซับซ้อน และต้องใช้บุคลากรเกี่ยวข้องมาก การบริหารการลงทุนในต่างประเทศพบว่ามีปัจจัยที่ส่งกระทบต่อเงินลงทุนที่มากขึ้นกว่าการลงทุนภายในประเทศ อาทิเช่น ความผันผวนของราคา ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ความเสี่ยงของคู่ค้า เป็นต้น รวมถึงความแตกต่างของช่วงเวลาซื้อขาย ระเบียบและกฎหมาย รวมการกซื้อขายและส่งมอบหลักทรัพย์ซึ่งในการติดตามและวิเคราะห์ความเสี่ยงอย่างใกล้ชิดจำเป็นต้องเพิ่มทรัพยากรที่เกี่ยวข้อง เช่น การเพิ่มเจ้าหน้าที่ในวิเคราะห์การลงทุนและความเสี่ยง การมีฐานข้อมูลสำหรับวิเคราะห์การลงทุน

ต่างประเทศ การใช้ผู้ดูแลหลักทรัพย์และส่งมอบหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ รวมถึงนักกฎหมายที่เข้าใจกฎหมายในประเทศที่ลงทุน เพื่อให้มีการบริหารการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

#### แผนภาพที่ 5.11 การทำงานของผู้ดูแลหลักทรัพย์ระหว่างประเทศ



ที่มา : International Security Services Association

#### 5.4.5 สาธารณชนมีทัศนคติไม่ดีกับการลงทุนในต่างประเทศ

จากการสอบถามผู้บริหารกองทุนภาครัฐของไทย พบว่า อุปสรรคสำคัญหนึ่งในการลงทุนในต่างประเทศคือการที่สาธารณชนขาดความเข้าใจที่ถูกต้องของการลงทุนในต่างประเทศ อาทิ การที่เชื่อว่าการลงทุนในต่างประเทศมีความเสี่ยงกว่าการลงทุนในประเทศ

ซึ่งการที่สาธารณชนมีทัศนคติดังกล่าวส่งผลให้ผู้บริหารกองทุนหลีกเลี่ยงการลงทุนในต่างประเทศ ตลอดจนลดความสำคัญของการลงทุนในต่างประเทศ ส่งผลให้การลงทุนของภาครัฐในต่างประเทศต่ำกว่าที่ควร

#### 5.4.6 ข้อจำกัดด้านการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน

ยังมีปัญหาอุปสรรคในการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนทั้งเรื่องการที่ขาดสภาพคล่องของเครื่องมือบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนระยะยาว มากกว่า 1 ปี การที่ FX Options มี Premium ราคาสูงมาก การขาดตราสาร FX Futures ที่อยู่ระหว่างการดำเนินการของ ธปท.

เรื่องการขาดสภาพคล่องนี้เป็นปัญหาของการลงทุนที่มีมูลค่าสูง เช่น กบข. เมื่อต้องการทำธุรกรรมครั้งใหญ่ อาจกระทบราคาต่าง ๆ ของตลาด FX และตลาด SWAP ดังนั้น หากมีการส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศ การทำธุรกรรมต่าง ๆ รวมทั้งการบริหารความเสี่ยงค่าเงินอาจมีปัญหาอุปสรรค

การลงทุนต่างประเทศ ความเสี่ยงสำคัญที่ต้องมีการบริหารจัดการเพิ่มเติมนอกเหนือจากการลงทุนในประเทศ คือ ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นความเสี่ยงจากภายนอกที่เกิดขึ้น แต่การลงทุนสามารถปิดความเสี่ยงส่วนนี้ได้ โดยเครื่องมือทางการเงินผ่านการซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า เช่น การทำธุรกรรม FX Swap และ FX Forward อย่างไรก็ตามมีอุปสรรคที่อาจจะเกิดขึ้นจากในการบริหารความเสี่ยงดังกล่าว ได้แก่ สภาพคล่องในตลาดซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า โดยเฉพาะธุรกรรมระยะยาว ค่าธรรมเนียมที่สูงของ Options Bid-Ask Spread ที่สูงเป็นต้นทุนของการทำ FX forward และ FX SWAP

ตารางที่ 5.10 สรุปข้อสังเกต/ปัญหาอุปสรรคธุรกรรมบริหารความเสี่ยงค่าเงินบางธุรกรรม

|                        | FX Forward                                                                                                                                                                 | FX Option                                                                                                 | FX Swap                                                                                                                                                                                     |
|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ลักษณะสัญญา            | สัญญาซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ที่มีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และจำนวนเงินที่ต้องการซื้อ/ขาย ไว้คงที่ตั้งแต่วันทำสัญญา แต่จะมีการส่งมอบและชำระราคากันในอนาคต | สัญญาสิทธิที่จะซื้อ/ขายเงินตราต่างประเทศในอนาคตตามสกุลเงิน จำนวนเงิน และอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนดไว้ในสัญญา | สัญญาซื้อและขายเงินตราต่างประเทศจำนวนหนึ่งพร้อมกันกับลูกค้า ณ วันทำสัญญา โดยทำธุรกรรมด้านหนึ่ง และทำธุรกรรมด้านตรงข้าม โดยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของทั้งสองธุรกรรมไว้คงที่ตั้งแต่วันที่ทำสัญญา |
| อัตราแลกเปลี่ยน        | ใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่ตกลงไว้ในสัญญาสำหรับธุรกรรมในอนาคตตาม Forward Rate                                                                                                    | สามารถเลือกใช้/ไม่ใช้อัตราแลกเปลี่ยนตาม Strike Rate ได้                                                   | กำหนดอัตราแลกเปลี่ยนของทั้งสองธุรกรรมไว้คงที่ตั้งแต่วันที่ทำสัญญา โดยกำหนดไว้ล่วงหน้า                                                                                                       |
| ค่าธรรมเนียม (ต้นทุน)  | ไม่มี upfront premium ค่าใช้จ่ายเป็น forward bid-ask spread                                                                                                                | มีค่าใช้จ่าย Premium ซึ่งสะท้อนมูลค่าสิทธิดังกล่าว โดยผู้ซื้อสิทธิจะต้องจ่าย Premium ให้กับธนาคารล่วงหน้า | ไม่มี upfront premium ค่าใช้จ่ายเป็น forward bid-ask spread                                                                                                                                 |
| ระยะเวลา               | มีความยืดหยุ่นในเรื่องของเวลาส่งมอบ คือ Outright Forward , Pro Rate และ Time Option                                                                                        | ต้องเลือกใช้/ไม่ใช้ สิทธิ ณ เวลาสิ้นสุดสิทธิ                                                              | ธุรกรรมนี้จะมีการส่งมอบเงินตราต่างประเทศ 2 วัน (ขาแรกและขาหลัง) ซึ่ง ขาแรกจะมีวันส่งมอบที่ Spot Date และขาหลังจะมีวันส่งมอบภายใน 1 ปี โดยสัญญา FX Swap ไม่สามารถยกเลิกการส่งมอบได้          |
| ข้อสังเกต/ปัญหาอุปสรรค | -spread ของ bid-ask สูงทำให้เป็นต้นทุนที่สูงสำหรับภาคธุรกิจกว่าที่ควร                                                                                                      | -ค่าธรรมเนียมแพง                                                                                          | -spread ของ bid-ask สูงทำให้เป็นต้นทุนที่สูงสำหรับภาคธุรกิจกว่าที่ควร                                                                                                                       |
|                        | ต้นทุนสูงถ้าขนาดของสัญญาเล็กเกินไปหรือใหญ่เกินไป และระยะเวลายาวเกินหนึ่งปี                                                                                                 | -ธุรกิจที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับต่างประเทศนิยมใช้น้อย เนื่องจากต้นทุนแพง                                       | -ขาดสภาพคล่องสำหรับธุรกรรมที่อายุเกินหนึ่งปี                                                                                                                                                |



ที่มา: รวบรวมโดยนักวิจัย

## บทที่ 6

### การวิเคราะห์ผลกระทบจากการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ

ในบทนี้เป็นการวิเคราะห์ผลกระทบจากการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ โดยแบ่งการวิเคราะห์เป็น 4 ประเด็นสำคัญคือ 1) เศรษฐกิจ อัตราแลกเปลี่ยนและตลาดการเงิน 2) ความสมดุลของทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศ 3) สภาพคล่องของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ และ 4) สภาพคล่องของหน่วยงานของรัฐที่นำเงินมาลงทุน

สำหรับในการทำ Simulation หรือทดสอบความอ่อนไหวของการลงทุนในต่างประเทศจากการลงทุนของกองทุนภาครัฐ ที่กระทบต่อระบบเศรษฐกิจ อัตราแลกเปลี่ยน ตลาดการเงิน รวมทั้งสภาพคล่องต่าง ๆ ตัวเลขที่ใช้ คือ 9 หมื่นล้านบาท หรือ 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ (อัตราแลกเปลี่ยนที่ 30 บาทต่อ 1 เหรียญสหรัฐ) คิดเป็นร้อยละ 0.9 ของทรัพย์สินของทุนหมุนเวียน รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินและองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น หรือร้อยละ 9.0 ของเงินฝากธนาคาร<sup>1</sup> (จากข้อเสนอแนะการจัดตั้งกองทุนขนาด 9 หมื่นล้านบาท รายละเอียดข้อเสนอแนะในบทที่ 7)

#### 6.1 วิเคราะห์ความอ่อนไหวของการลงทุนต่างประเทศต่อเศรษฐกิจ อัตราแลกเปลี่ยนและตลาดการเงิน

การศึกษาผลกระทบของการลงทุนในต่างประเทศต่อระบบเศรษฐกิจมีหลายรูปแบบ แนวทางหนึ่งในการใช้ประเมินผลกระทบคือ การพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งในการพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนมีหลายวิธี ทั้งทางเศรษฐมิติ อาทิ การศึกษาบนพื้นฐานของแนวคิด Growth Theory อาทิ เช่น การศึกษาของ Kormendi and Meguire (1985)<sup>2</sup>, Barro (1991)<sup>3</sup> และ Bailliu

<sup>1</sup> ทรัพย์สินขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินและทุนหมุนเวียนมูลค่ารวม 11 ล้านล้านบาท และเงินฝากธนาคาร 1 ล้านล้านบาท ประมาณการโดยนักวิจัย

<sup>2</sup> Kormendi, R. and P. Meguire. 1985. "Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence." *Journal of Monetary Economics* 16(2): 141–163.

<sup>3</sup> Barro, R. 1991. "Economic Growth in a Cross Section of Countries." *Quarterly Journal of Economics* 106(2): 407–444.

(2000)<sup>4</sup> และ การใช้แบบจำลอง CGE (Computational General Equilibrium) อาทิ David Roland-Holst (2001)<sup>5</sup> ศึกษาผลกระทบจากการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจรายภาคการผลิต รวมทั้งภาคครัวเรือน และการกระจายรายได้

สำหรับการศึกษานี้ใช้วิธีทางเศรษฐมิติโดยพัฒนาแบบจำลองขนาดปานกลางที่สะดวก ในการใช้ทำ Simulation ผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดการเงิน โดยเลือกพัฒนาแบบจำลองขนาดกลาง โดยประยุกต์และปรับปรุงแบบจำลองเศรษฐกิจการคลัง 2006 และแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน เวทาก์และคณะ (2552)<sup>6</sup>

จากการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุน เคลื่อนย้ายต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 1996 - ไตรมาสที่ 4 ปี 2012<sup>7</sup> สรุปได้ตามตารางที่ 6.1 สารบัญดังนี้

1) การไหลออกของเงินทุนลงทุนในตราสารทุน 3 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่าร้อยละ 3.6 โดย Real GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.1 Real Exports ขยายตัวเพิ่มขึ้น ร้อยละ 0.2 Real Private Investment ไม่เปลี่ยน และ Real Private Consumption หดตัวร้อยละ -0.1

2) การไหลออกของเงินทุนในการลงทุนในตราสารหนี้ หรือเงินกู้ 3 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ส่งผลให้ เงินบาทอ่อนค่าร้อยละ 3.6 โดย Real GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2 Real Exports ขยายตัว เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2 Real Private Investment ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.4 และ Real Private Consumption ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2 ตามลำดับ

<sup>4</sup> Bailliu, J.” Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries.” Bank of Canada Working Paper 2000-15

<sup>5</sup> David Roland-Holst (2001), “Capital Flows and Economy-wide Modeling”, Handout prepared for the international symposium on “Impacts of Trade Liberalization Agreements on Latin America and the Caribbean”, sponsored by the Inter-American Development Bank and the Centre d’ Etudes Prospectives et d’Information Internationales, November 5-6, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.

<sup>6</sup> เวทาก์ พงษ์ทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล นงนุช ดัชติสันติวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบ ประมวลการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และเวทาก์และคณะ (2552) “โลกาภิวัตน์ด้าน เงินทุนและตลาดทุนไทย” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง สำหรับรายละเอียดของแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนอยู่ใน Appendix E สำหรับผลกระทบ เป็นการวิเคราะห์เฉพาะผลกระทบจากการไหลออกของเงินทุน ไม่ได้รวมผลกระทบ จากการส่งเงินและกำไรกลับเข้าประเทศ และวิเคราะห์เฉพาะการลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้และการกู้ยืม

<sup>7</sup> มีการใช้ข้อมูลรายวันและรายเดือนสำหรับบางสมการ

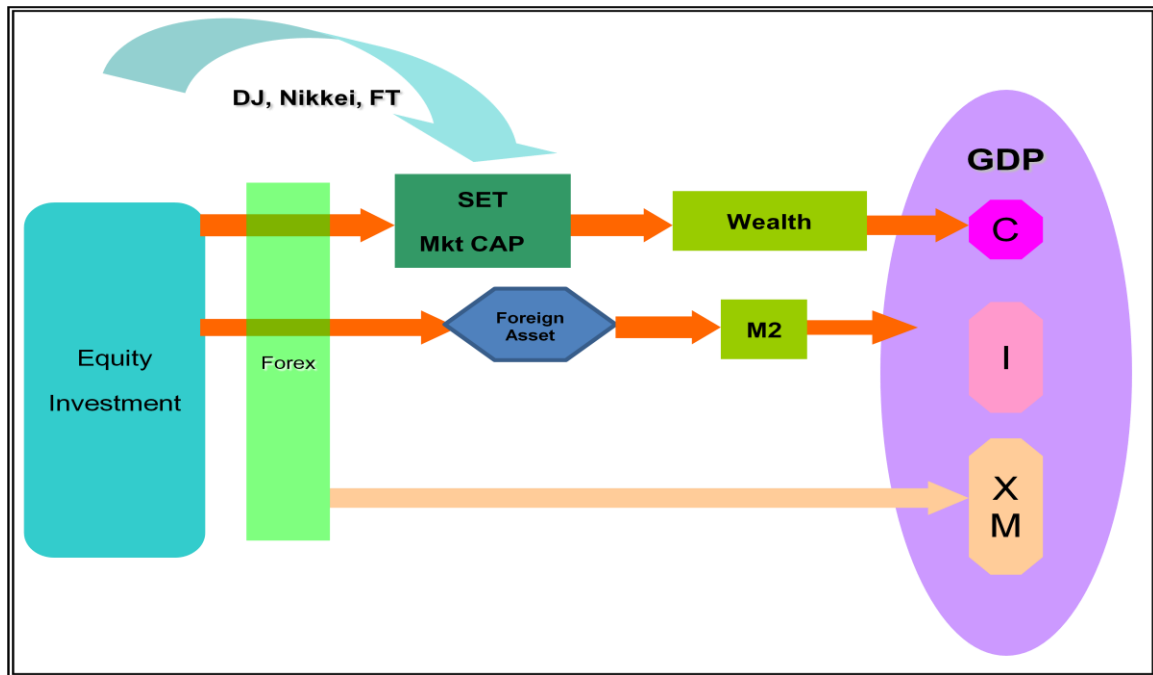
ตารางที่ 6.1 สรุปผลกระทบของการลงทุนในต่างประเทศต่อเศรษฐกิจไทย<sup>8</sup>

|                                                               | Real<br>GDP<br>%change | ค่าเงินบาท<br>อ่อนค่า<br>(THB/USD)<br>%change | Real<br>Exports<br>%change | Real<br>Private<br>Investment<br>%change | Real Private<br>Consumption<br>%change |
|---------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------|
| 1. เงินลงทุนในตราสารทุน<br>ไหลออก (3 พันล้านเหรียญ<br>สหรัฐ)  | 0.1                    | 3.6                                           | 0.2                        | 0.0                                      | -0.1                                   |
| 2. เงินลงทุนในตราสารหนี้<br>ไหลออก (3 พันล้านเหรียญ<br>สหรัฐ) | 0.2                    | 3.6                                           | 0.2                        | 0.4                                      | 0.1                                    |

หมายเหตุ: ประมาณการโดยแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน

<sup>8</sup> Equity Investment และ Debt Investment หรือ Loans ให้ผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจแตกต่างกัน ถึงแม้ว่าเงินทุนไหลออกจากตลาด SET หรือ ตลาดตราสารหนี้จะลดปริมาณเงินในระบบเช่นกัน แต่เงินที่ไหลออกจาก SET จะกระทบราคา SET Index ลดความมั่งคั่งของประเทศ ในขณะที่เงินไหลออกจากตราสารหนี้จะกระทบอัตราดอกเบี้ย และเพื่อความสะดวกในการเปรียบเทียบจึงแปลงผลที่ได้จากแบบจำลองเป็นหน่วยพันล้านเหรียญสหรัฐของเงินทุน และ % change ของเศรษฐกิจ สำหรับตัวเลขที่ใช้ทำ simulation ในการศึกษาครั้งนี้คือ 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือ 9 หมื่นล้านบาท (ที่อัตราแลกเปลี่ยน 30 บาทต่อเหรียญสหรัฐ) สำหรับการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง พ.ศ. 2549 พบว่าผลกระทบของเงินทุน การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐของ Foreign Capital Inflows กระทบ RGDP 0.15 อย่างไรก็ตามแบบจำลอง พ.ศ. 2549 ไม่ได้ถูกออกแบบให้ประเมินผลกระทบของ Capital Flows

แผนภาพที่ 6.1 กลไกการส่งผ่านผลกระทบของการลงทุนในตราสารทุนต่อตลาดทุนและเศรษฐกิจไทย



หมายเหตุ : แผนภาพแสดงผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินลงทุนในตราสารทุน ซึ่งสามารถประยุกต์ใช้กับการลดลงของเงินลงทุนในตราสารทุนไทยเช่นกัน

สำหรับการไหลออกของเงินลงทุนตราสารทุน โครงสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยสามารถสรุปกลไกการส่งผลกระทบดังนี้

1) ผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออก จะเพิ่มความต้องการเงินเหรียญสหรัฐฯ ในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา ขณะที่เพิ่มปริมาณเงินบาทในตลาดเดียวกัน ซึ่งการไหลออกของเงินทุนที่ลดการลงทุนโดยตรงจะสร้างแรงกดดันให้ค่าเงินบาทอ่อนค่า ซึ่งผลของค่าเงินจะส่งผลไปยังภาคเศรษฐกิจผ่านภาคการค้าระหว่างประเทศทั้งการส่งออกและการนำเข้า และกระทบเศรษฐกิจโดยรวมต่อไป ทั้งนี้ ในแบบจำลองได้กำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปร Exogenous ต่อระบบแบบจำลอง จึงมีการพัฒนาแบบจำลองแบบ Single Equation คือ  $ER=f(CA,KA, \text{Dollar Index})$  พบว่า การไหลออกของเงินทุน 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ส่งผลให้เงินอ่อนค่าร้อยละ 1.2

2) ผลต่อการลงทุนภาคเอกชนและปริมาณเงิน

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออกจะส่งผลลดสินทรัพย์ต่างประเทศ (Net Foreign Assets) ในประเทศ เป็นการลดปริมาณเงินในประเทศ ( $M2=NFA+\text{สินเชื่อบริษัทในประเทศ}-\text{การเปลี่ยนแปลง}$

หนี้สินอื่น) และค่าเงิน ก่อนกระทบเศรษฐกิจโดยรวมและการลงทุนของภาคเอกชน (Private Investment)

### 3) ผลกระทบต่อการบริโภคภาคเอกชน

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออกจะส่งผลต่อตลาดหุ้นไทยหรือตลาดหลักทรัพย์ จะไปกระทบราคาหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ต่อไป ถือว่าเป็นกลไกการส่งผ่านโดยตรงต่อตลาดหุ้น ขณะที่การส่งผ่านผลดังกล่าวไปยังภาคเศรษฐกิจจริงจะส่งผ่านความมั่งคั่ง ( $Wealth = M2 + SET\ Mkt\ CAP$ ) และไปกำหนดการบริโภคของภาคเอกชน (Private Consumption) ต่อไป

### 4) ตลาดหุ้น

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออกจะส่งผลต่อตลาดหุ้นไทยหรือตลาดหลักทรัพย์ โดยจะกระทบราคาหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ สำหรับการประเมินผลกระทบของเงินทุน สำหรับการประมาณการผลกระทบใช้ Single Equation โดยพิจารณาข้อเท็จจริงที่ว่า การเชื่อมโยงของตลาดหุ้นไทยกับตลาดหุ้นโลกนอกจากจะเชื่อมโยงกันจากกระแสของเงินทุนแล้วยังเชื่อมโยง ด้วยปัจจัยด้านจิตวิทยาและความเชื่อมั่นของนักลงทุนทางอ้อมอีกด้วย ผ่านการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่รวดเร็วขึ้นในปัจจุบัน กล่าวคือ หากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ อาทิ Dow Jones Nikkei และ Hang Seng เป็นต้น ปรับตัวสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้ความเชื่อมั่นต่อตลาดหุ้นไทยของนักลงทุน และช่วยให้เพิ่มอุปสงค์ในตลาด และดันให้ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

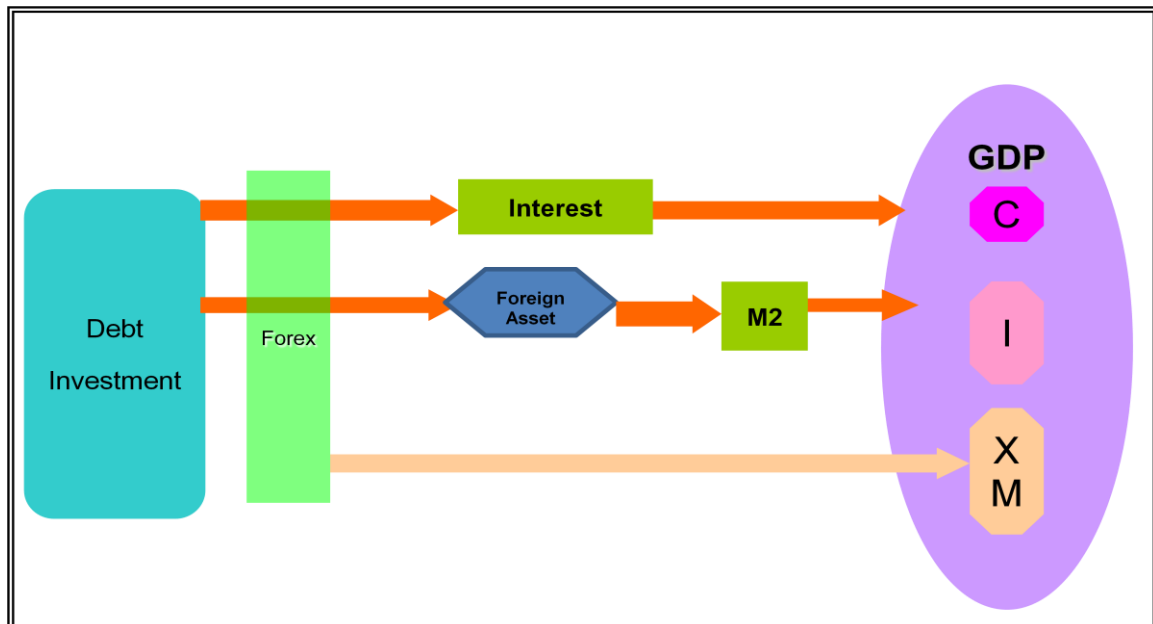
สำหรับแบบจำลอง คือ  $SET = f(\text{Global Dow, การซื้อสะสมของต่างชาติ})$  ใช้ข้อมูลรายวัน ตั้งแต่ มกราคม 2000 – ธันวาคม 2010 พบว่า การเพิ่มขึ้น 20 จุด (หรือร้อยละ 1) ของ Global Dow ส่งผลให้ SET + 6.3 จุด (ร้อยละ 0.9) และการซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ พันล้านบาท ส่งผลให้ SET + 2.3 (ร้อยละ 0.3) หรือการไหลออกของเงินลงทุนใน SET จำนวน 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ส่งผลให้ดัชนี SET ลดลงร้อยละ 0.9

## ตารางที่ 6.2 สรุปผลกระทบของการลงทุนในตราสารทุนของต่างชาติต่อตลาดหุ้นไทย

|                                                                                                                           | SET<br>เปลี่ยนแปลง<br>(จุด) |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| การขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ<br>(ผลกระทบเช่นเดียวกับการถือตราสารทุนต่างประเทศแทน<br>ตราสารทุนไทย) | - 6.9 (0.9%)                |

ที่มา: รวบรวมโดยนักวิจัย

แผนภาพที่ 6.2 กลไกการส่งผ่านผลกระทบของการลงทุนในตราสารหนี้ต่อดอกเบี้ยและเศรษฐกิจไทย



หมายเหตุ : แผนภาพแสดงผลกระทบจากการไหลเข้าของเงินลงทุนในตราสารหนี้ซึ่งสามารถประยุกต์ใช้กับการลดลงของเงินลงทุนในตราสารหนี้ไทยเช่นกัน

สำหรับการไหลออกของเงินลงทุนตราสารหนี้ โครงสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยสามารถสรุปกลไกการส่งผลกระทบดังนี้

#### 1) ผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออก จะเพิ่มความต้องการเงินเหรียญสหรัฐในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา ขณะที่เพิ่มปริมาณเงินบาทในตลาดเดียวกัน ซึ่งการไหลออกของเงินทุนที่ลดการลงทุนโดยตรงจะสร้างแรงกดดันให้ค่าเงินบาทอ่อนค่า ซึ่งผลของค่าเงิน จะส่งผล ไปยังภาคเศรษฐกิจผ่านภาคการค้าระหว่างประเทศทั้งการส่งออกและการนำเข้า และกระทบเศรษฐกิจโดยรวมต่อไป ทั้งนี้ในแบบจำลองได้กำหนดให้อัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปร Exogenous ต่อระบบแบบจำลอง จึงมีการพัฒนาแบบจำลองแบบ Single Equation คือ  $ER=f(CA,KA, Dollar Index)$  พบว่า การไหลออกของเงินทุน 1 พันล้านเหรียญสหรัฐ ส่งผลให้เงินอ่อนค่าร้อยละ 1.2

#### 2) ผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออกจะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย สำหรับการประมาณการผลกระทบใช้ Single Equation โดยพิจารณาข้อเท็จจริงที่ว่า ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล สะท้อนอัตราดอกเบี้ยนโยบายและความต้องการพันธบัตร

สำหรับแบบจำลองคือ  $Yield1Yr = f(R/P, \text{เงินเฟ้อ}, \text{การซื้อสะสมของต่างชาติ})$  ใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ไตรมาสแรก 2009 – ธันวาคม 2012 พบว่า การซื้อสะสมของต่างชาติ ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (สะท้อนจากข้อมูลการซื้อสุทธิของต่างชาติที่ต่อเนื่องและสูงรวมสะสม 9.5 แสนล้านบาทในช่วงเวลา ดังกล่าว แต่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล มีราคาลดลงและเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ไม่สอดคล้องกับการซื้อสุทธิของต่างชาติ และพบว่าพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปีรับผลกระทบมากกว่าแต่ไม่มีนัยสำคัญ)

### 3) ผลต่อปริมาณเงินและการลงทุนภาคเอกชน

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออกจะส่งผลกระทบต่อสินทรัพย์ต่างประเทศ (Net Foreign Assets) ในประเทศ เป็นการลดปริมาณเงินในประเทศ และค่าเงิน ก่อนกระทบเศรษฐกิจโดยรวมและการลงทุนของภาคเอกชน (Private Investment)

### 4) การบริโภคภาคเอกชน

เงินลงทุนต่างประเทศที่ไหลออกจะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนไทยหรือตลาดหลักทรัพย์ จะไปกระทบราคาหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ต่อไป ถือว่าเป็นกลไกการส่งผ่านโดยตรงต่อตลาดทุน ขณะที่การส่งผ่านผลดังกล่าวไปยังภาคเศรษฐกิจจริงจะส่งผ่านความมั่งคั่ง ( $Wealth = M2 + SET\ Mkt\ CAP$ ) และไปกำหนดการบริโภคของภาคเอกชน (Private Consumption) ต่อไป

## 6.2 วิเคราะห์ความสมดุลของทรัพย์สินและหนี้สินต่างประเทศ

ประโยชน์สำคัญที่ได้จากการลงทุนในต่างประเทศคือการลดความเสี่ยงของความไม่สมดุลของทรัพย์สินและหนี้สินต่างประเทศของไทย

ในปี ค.ศ. 2011 ประเทศไทยมีทรัพย์สินต่างประเทศในรูป การลงทุนโดยตรง (Direct Investment) การลงทุนในรูปตราสารทุนและตราสารหนี้ (Portfolio Investment) และการลงทุนอื่น ๆ (Other Investment) มีมูลค่า 40.6 22.5 และ 38.9 พันล้านเหรียญสหรัฐ ตามลำดับ โดยมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศมูลค่า 175.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 62 ของทรัพย์สินต่างประเทศ

โดยที่เงินทุนสำรองมีผลตอบแทนการลงทุนที่ต่ำ จากการที่ลงทุนในพันธบัตรที่มีความมั่นคงสูง ขณะที่เงินลงทุนจากต่างประเทศส่วนใหญ่อยู่ในรูป การลงทุนโดยตรงและตราสารทุน ตราสารหนี้ซึ่งมีผลตอบแทนสูง โครงสร้างในปัจจุบันจึงมีความเสี่ยงในด้านผลตอบแทน

สัดส่วนเงินทุนสำรองที่สูงสะท้อนถึงการกระจายความเสี่ยงการลงทุนในต่างประเทศตามลักษณะนักลงทุนที่นำกังวล หรือสะท้อนว่าการกระจายความเสี่ยงตามโครงสร้างนักลงทุนและประเภท



การลงทุนของไทย (เงินทุนสำรองถือทรัพย์สินมีความเสี่ยงต่ำ กว่าครึ่งหนึ่งอยู่ในรูปพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐซึ่งมีผลตอบแทนต่ำมาก) ยังสามารถปรับปรุงได้อีกมาก

นอกจากนี้ เงินทุนสำรองที่สูงมากเมื่อเทียบกับเงินลงทุนของภาคส่วนอื่น ย่อมหมายถึง ความเสี่ยงจากการได้หรือสูญเสียจากการเปลี่ยนแปลงค่าเงินในระดับที่สูงของเงินทุนสำรอง ดังเห็นได้จากปี 2010 ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย มีการขาดทุนสุทธิ 117,473 ล้านบาท ซึ่งมีสาเหตุสำคัญมาจากการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศสุทธิ 103,805 ล้านบาท

การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนในระดับสูงเช่นนี้สร้างความไม่มั่นใจถึงการบริหารการเงินของ ธปท. ที่ขาดทุนต่อเนื่อง กระทั่งไปถึงรัฐบาลและประเทศในภาพรวม

การส่งออกเงินทุนในกรณี 3 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ช่วยลดความเสี่ยงจากการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนได้ (เงินทุนสำรองของ ธปท. มีราคาผันแปรตามอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเรียกได้ว่าเป็นส่วนเปิดต่ออัตราแลกเปลี่ยน Exchange Rate Exposure นับเป็นความเสี่ยงประเภทหนึ่ง) โดยหากเงินบาทอ่อนค่า 1 บาทต่อเหรียญสหรัฐฯ แล้ว ช่วยให้ ธปท. ลดการขาดทุนทางบัญชีจากค่าเงินบาทได้มากกว่า 1.1 แสนล้านบาทใน 1 ปี จากการประเมินว่า ธปท. มีทรัพย์สินต่างประเทศในรูปเหรียญสหรัฐฯ มากกว่าร้อยละ 60 ของเงินทุนสำรอง โดยเงินทุนสำรองสิ้นปี 2012 อยู่ที่ 1.71 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ทั้งนี้ สัดส่วนการลงทุนของเงินทุนสำรองเป็นข้อมูลที่ ธปท. ไม่เปิดเผย

นอกจากนี้ การส่งออกเงินทุนจำนวน 3 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ดังกล่าว ช่วยลดความเสี่ยงสมดุลเชิงโครงสร้างด้านทรัพย์สินต่างประเทศ ร้อยละ 1.2 จากสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อทรัพย์สินต่างประเทศที่ร้อยละ 62 เป็นร้อยละ 61

### 6.3 วิเคราะห์สภาพคล่องของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ

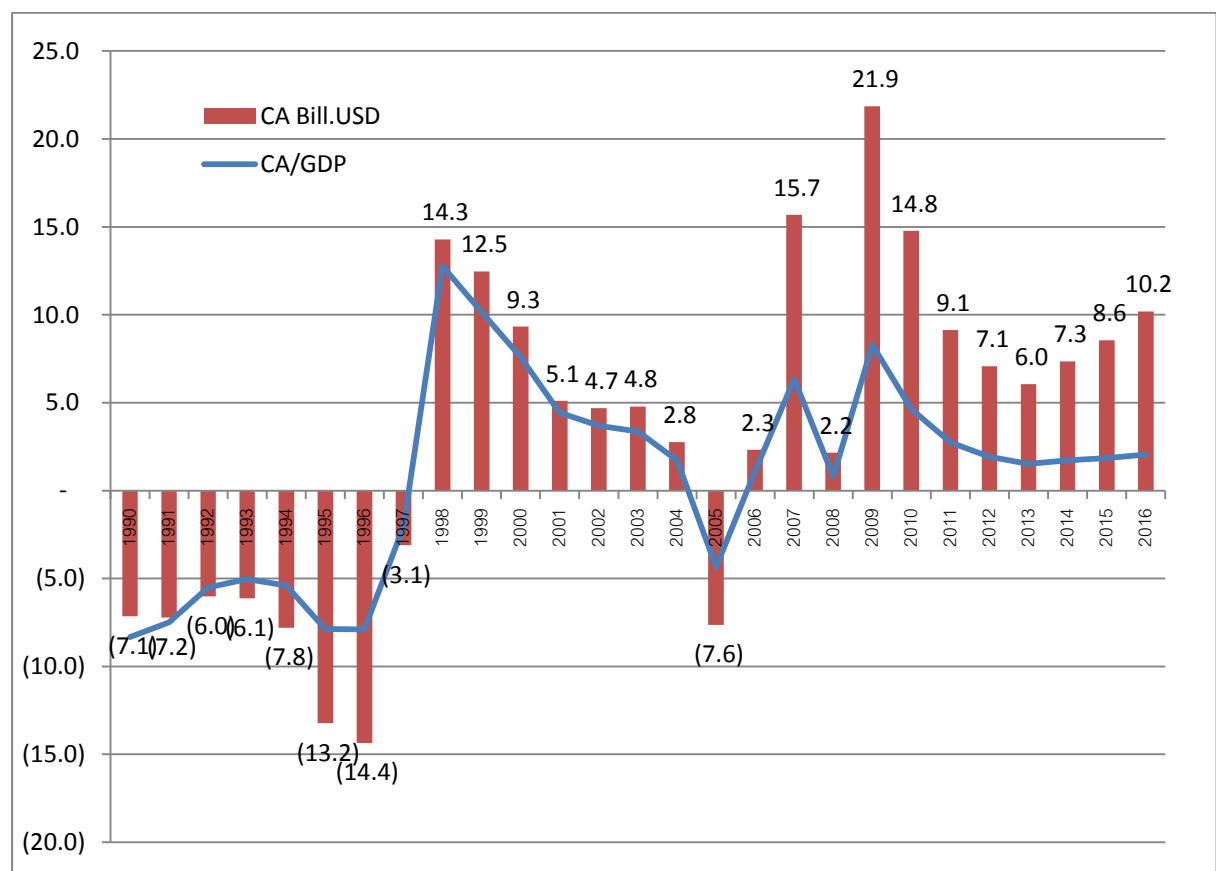
การศึกษาผลกระทบในส่วนนี้ วิเคราะห์สภาพคล่องของทรัพย์สินต่างประเทศของไทย ซึ่งสามารถประเมินจากปริมาณเงินทุนสำรอง และประมาณการความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศ จากการวิเคราะห์ พบว่า เงินทุนสำรองของไทยสูงมากและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ในขณะที่ความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศลดลงมาก ตลอดจนความเสี่ยงในภาคเอกชนลดลงมากเช่นกัน การส่งออกเงินทุน 3 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ คิดเป็นร้อยละ 1.7 ของเงินทุนสำรองกระทบหรือสร้างความเสี่ยงต่อสภาพคล่องของเงินทุนสำรองไทยในระดับต่ำไม่มีนัยสำคัญ สำหรับเหตุผลและรายละเอียดประกอบ มีดังนี้

### 6.3.1 ความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศลดลง

นับตั้งแต่ปี ค.ศ. 1998 ประเทศไทยมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account or CA) ต่อเนื่อง (ยกเว้นปี ค.ศ. 2005) และมีแนวโน้มเกินดุลต่อเนื่องถึงปี ค.ศ. 2016 (IMF WEO 2011 april) ซึ่งหมายถึงประเทศไทยมีการออมมากกว่าการลงทุน และความต้องเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติลดลง ตามสมการ เอกลักษณ์  $Current\ Account = Saving - Investment$  ซึ่งสมการเอกลักษณ์นี้สามารถตีความได้ว่าการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดคือการออมต่างประเทศสุทธิจากการส่งออกสินค้าและบริการหักการนำเข้าสินค้าและบริการ ซึ่งเท่ากับการออมสุทธิในประเทศจากการออมในประเทศหักด้วยการลงทุนในประเทศ ซึ่งต้องเท่ากันเสมอ หากขาดดุลบัญชีเดินสะพัด หมายถึงประเทศมีการออมไม่พอเพียงต่อการลงทุนในประเทศ และต้องนำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อเสริมการลงทุน

IMF ประเมินว่าโดยเฉลี่ย ปี ค.ศ. 2012 – 2016 ประเทศไทยมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด 7.8 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ หรือเฉลี่ยร้อยละ 1.8 ของ GDP หมายถึง ไม่มีความจำเป็นในการนำเงินจากต่างประเทศเข้ามาเสริมการลงทุนในประเทศ

แผนภาพที่ 6.3 ดุลบัญชีเดินสะพัด และสัดส่วนดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ของไทย



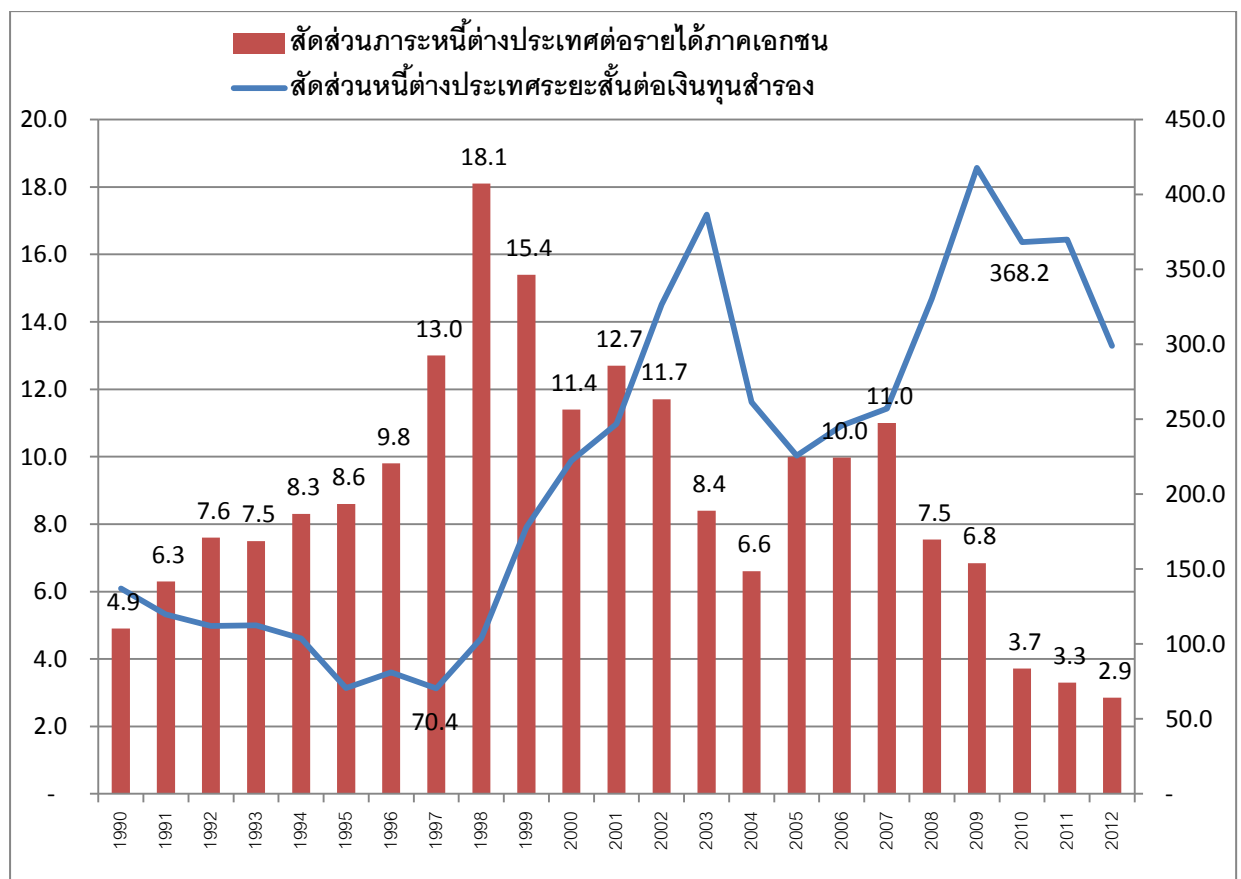
ที่มา : IMF WEO 2011

### 6.3.2 ความเสี่ยงจากหนี้ต่างประเทศลดลงมาก

ความเสี่ยงจากปัญหาหนี้ต่างประเทศลดลงมาก โดยเมื่อปี ค.ศ. 1997 หนี้ต่างประเทศระยะสั้นเคยมีสูงกว่าเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ หรือเงินทุนสำรองคิดเป็นร้อยละ 70.4 ของหนี้ต่างประเทศระยะสั้น ในขณะที่ปี ค.ศ. 2012 เงินทุนสำรองคิดเป็น 3.0 เท่าหรือร้อยละ 299 ของหนี้ต่างประเทศระยะสั้น

ในส่วนของภาคเอกชนในปี ค.ศ. 2012 สัดส่วนภาระหนี้ต่างประเทศเทียบรายได้คิดเป็นร้อยละ 4.1 โดยในปี ค.ศ. 1998 สัดส่วนดังกล่าวเป็นร้อยละ 18.1

แผนภาพที่ 6.4 สัดส่วนหนี้ต่างประเทศระยะสั้นต่อเงินทุนสำรอง และสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อรายได้ของภาคเอกชน



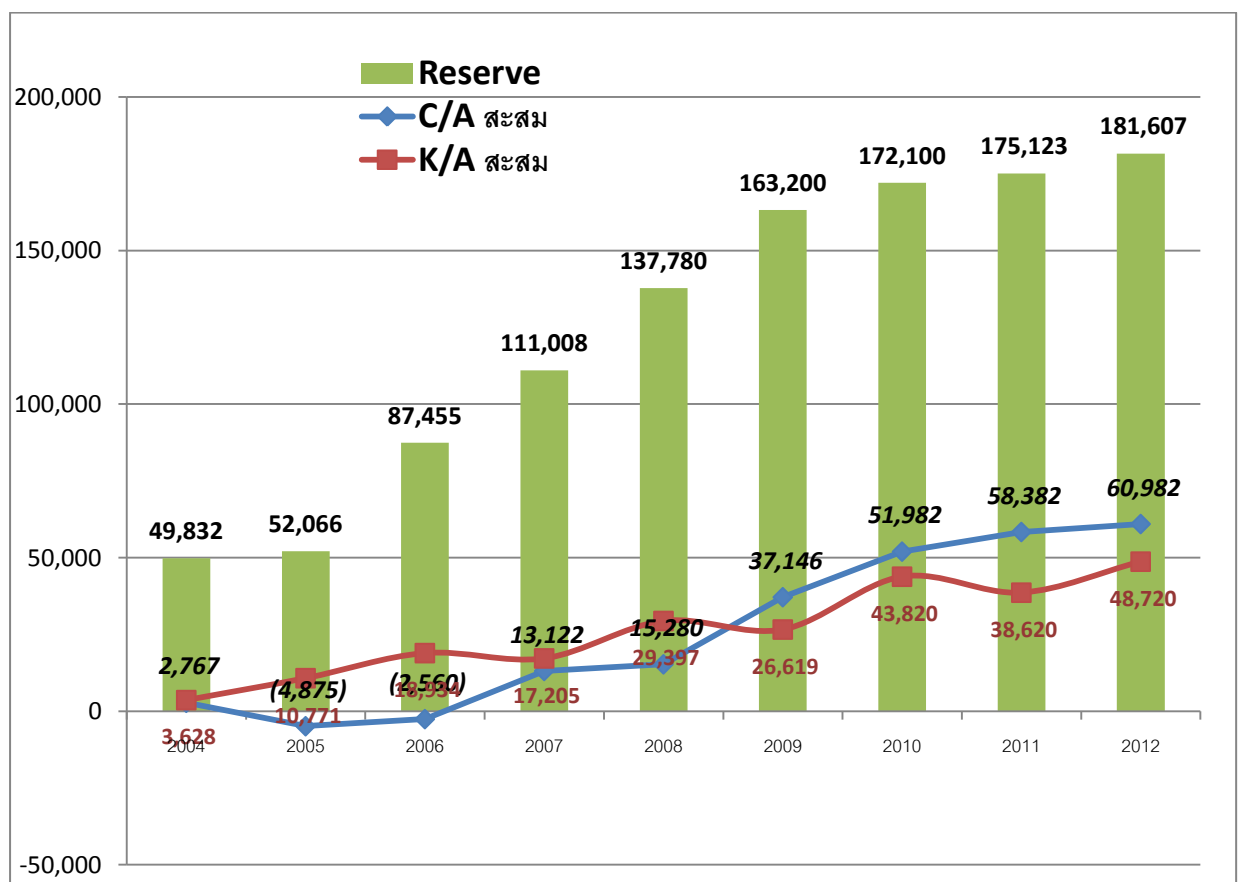
ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

### 6.3.3 แนวโน้มเกินดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลบัญชีเงินทุนและการเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรอง

เงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง เกิดจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account or C/A) และการเกินดุลบัญชีเงินทุน (Capital Account or K/A) โดยปี ค.ศ. 2004 – 2012 การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดสะสมมีจำนวน 60.9 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ในขณะที่การเกินดุลบัญชีเงินทุนสะสมที่จำนวน 48.7 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ

โดยที่ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มเกินดุลต่อเนื่องดังกล่าว IMF ประเมินว่าโดยเฉลี่ย ปี ค.ศ. 2012 – 2016 ประเทศไทยมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด 7.8 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ หรือเฉลี่ยร้อยละ 1.8 ของ GDP และเช่นเดียวกัน ดุลบัญชีเงินทุนเกินดุลต่อเนื่องจากแนวโน้มการไหลเข้ามาลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาในภูมิภาคเอเชียรวมทั้งประเทศไทย (IMF WEO 2011) ส่งผลให้เงินทุนสำรองของประเทศเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 6.5 เงินทุนสำรอง ดุลบัญชีเดินสะพัดสะสม (C/A) ดุลบัญชีเงินทุนสะสม (K/A) (ล้านเหรียญสหรัฐฯ)



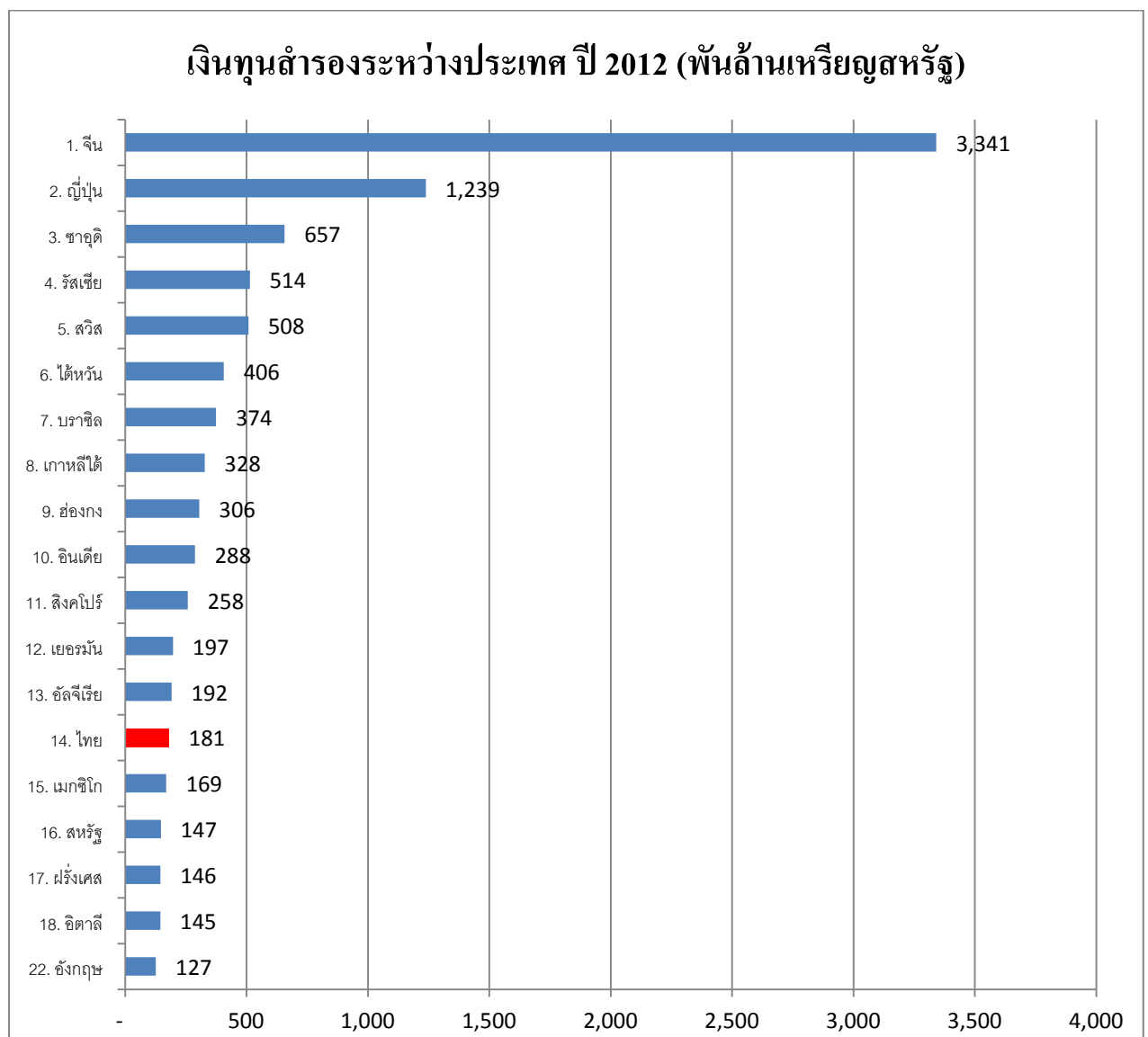
ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

#### 6.3.4 สภาพคล่องของเงินทุนสำรองสูง

เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยสูงมากไม่ว่าเทียบกับต่างประเทศหรือความจำเป็นเพื่อป้องกันการไหลออกอย่างเฉียบพลัน

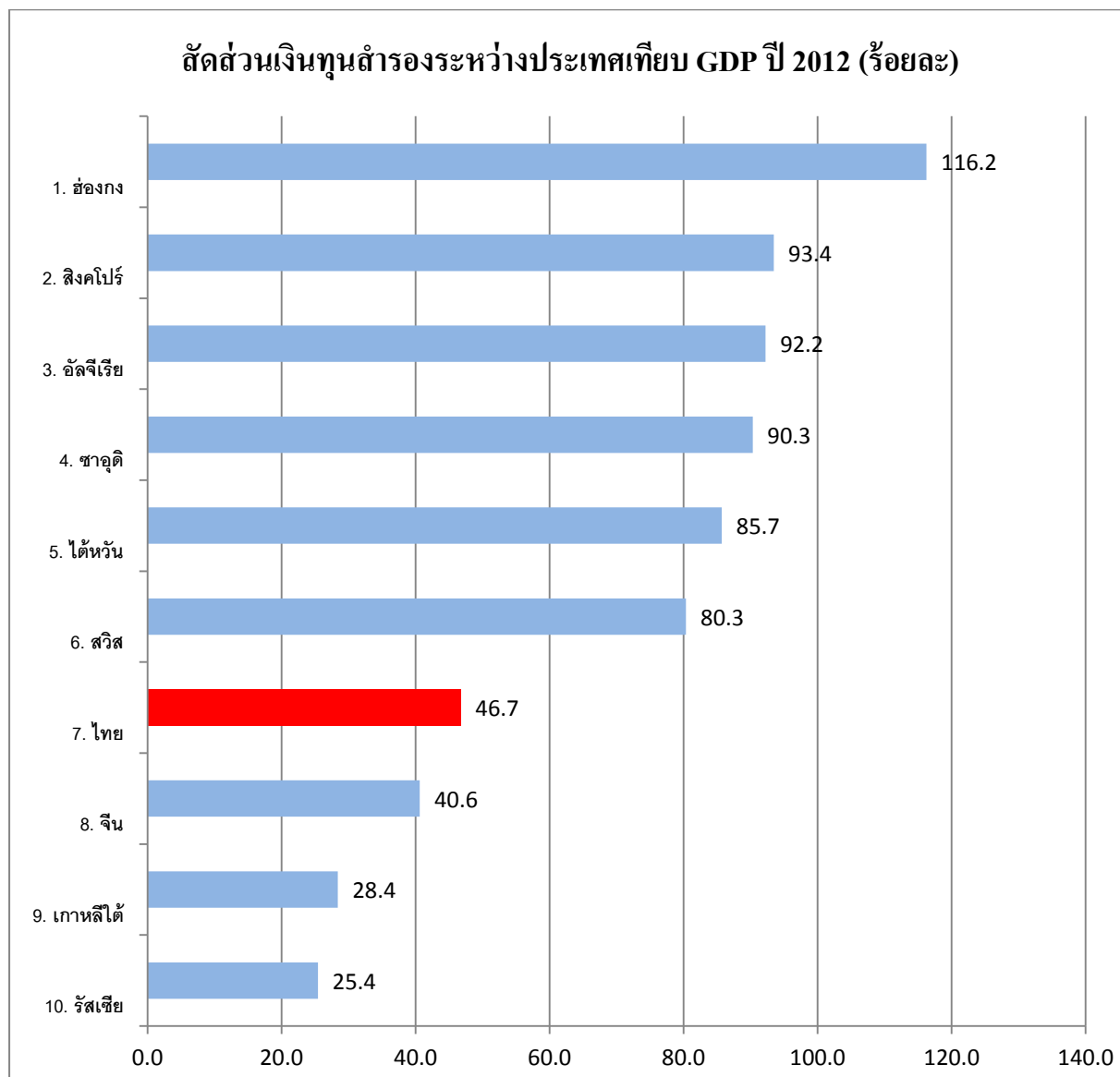
สิ้นปี ค.ศ. 2012 ประเทศไทยมีเงินทุนสำรอง 1.81 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ คิดเป็นอันดับที่ 14 ของโลกสูงกว่าของประเทศสหรัฐ อิตาลี และฝรั่งเศส และหากเทียบสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อ GDP ของกลุ่มประเทศที่มีเงินทุนสำรองสูง พบว่า ประเทศไทยมีสัดส่วนร้อยละ 47 เป็นอันดับที่ 7 ของโลก สูงกว่าจีน ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ สหรัฐ อังกฤษ ฝรั่งเศส และอิตาลี

#### แผนภาพที่ 6.6 เงินทุนสำรองประเทศที่มีเงินทุนสำรองสูง



ที่มา : ธนาคารกลางประเทศต่าง ๆ สิ้นปี ค.ศ. 2012

## แผนภาพที่ 6.7 สัดส่วนเงินทุนสำรองต่อ GDP ประเทศที่มีเงินทุนสำรองสูง



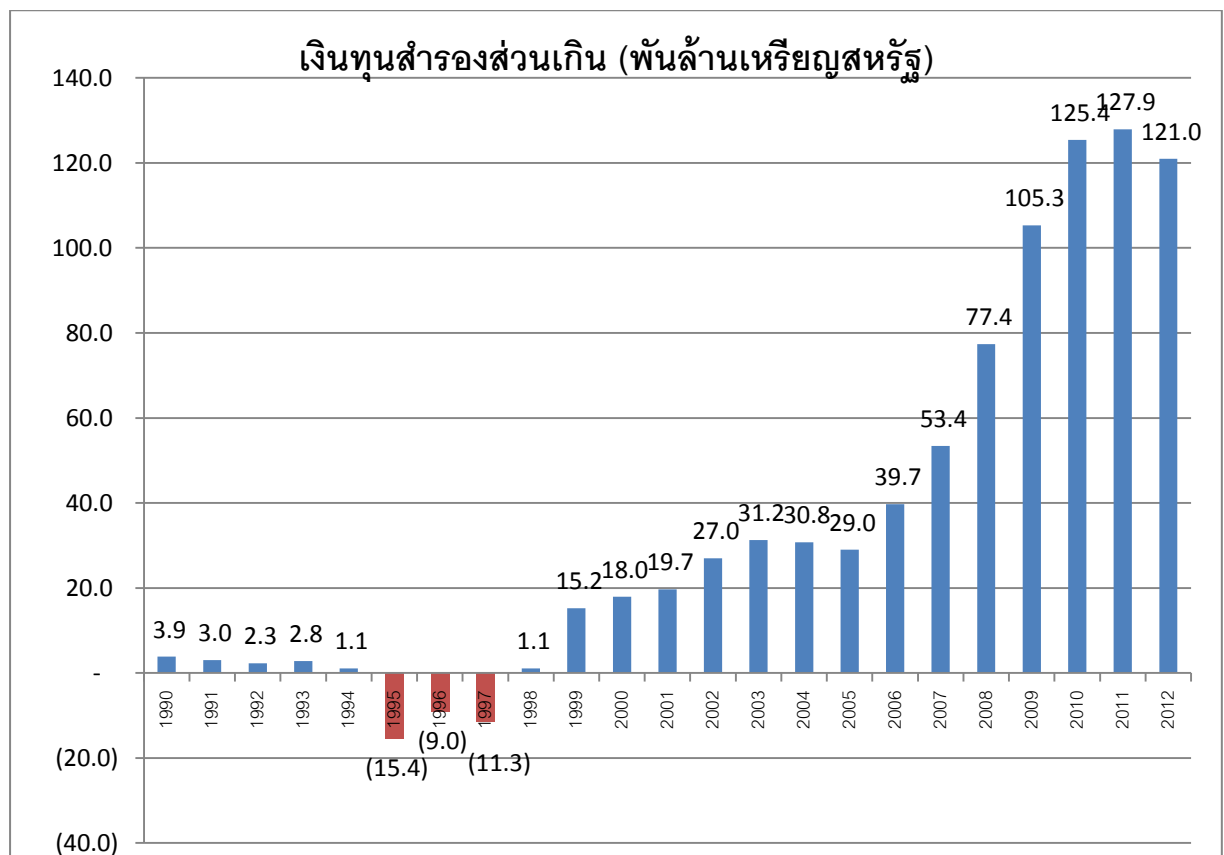
ที่มา : ธนาคารกลางประเทศต่าง ๆ และ IMF WEO ค.ศ. 2013

และหากคำนวณส่วนเกินเงินทุนสำรองของไทยกับนี้ระยะสั้น ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่สามารถป้องกันการเกิดวิกฤตตามที่แนะนำโดย Greenspan-Guidotti rule<sup>9</sup> พบว่า ในปี ค.ศ. 1995 1996 และ 1997 ประเทศไทยขาดเงินทุนสำรอง 15.4 9.0 และ 11.3 พันล้านเหรียญสหรัฐ<sup>๙</sup> ตามลำดับ

<sup>9</sup> Calafell, Javier; Rodolfo Padilla del Bosque (2002). "The Ratio of International Reserves to Short-Term External Debt as an Indicator of External Vulnerability: Some Lessons From the Experience of Mexico and Other Emerging Economies"

สำหรับปี ค.ศ. 2012 เงินทุนสำรองของไทยสูงเกินความต้องการป้องกันการเกิดวิกฤต 121 พันล้านเหรียญสหรัฐตามกฎหมายดังกล่าว โชติชัยและคณะ (2551)<sup>10</sup> ได้วิเคราะห์ความพอเพียงของเงินทุนสำรองของไทยหลายวิธี และได้ประเมินว่า เงินทุนสำรองของไทยสูงพอ และสามารถนำเงินมากกว่า 10,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ซึ่งเป็นเงินที่ไม่รวมเงินในส่วนบัญชีทุนสำรองเงินตราที่ใช้สำหรับหนุนหลังการออกพันธบัตร) มาจัดทำ Sovereign Wealth Fund

แผนภาพที่ 6.8 เงินทุนสำรองส่วนเกินตาม Greenspan- Guidotti rule (พันล้านเหรียญสหรัฐ)



ที่มา : คำนวณโดยนักวิจัย

<sup>10</sup> โชติชัย สุวรรณภรณ์, นงนุช ดันติสันติวงศ์และพงษ์ศรีพีพร อาภาพร (2551) “ความพร้อมในการจัดตั้ง Sovereign Wealth Fund ของประเทศไทย” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

## 6.4 วิเคราะห์ผลกระทบต่อสภาพคล่องหน่วยงานของรัฐที่นำเงินมาลงทุน

การศึกษาผลกระทบในส่วนนี้ วิเคราะห์การส่งออกเงินทุนของกองทุนของรัฐ 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ<sup>๙</sup> หรือ 9 หมื่นล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 1 ของทรัพย์สินองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และทุนหมุนเวียน โดยประเมินว่า เงินลงทุนดังกล่าวกระทบต่อสภาพคล่องในระดับต่ำ

โดยหลักการของข้อเสนอแนะ ที่มาของเงินลงทุนในกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐจะไม่กระทบสภาพคล่อง เพราะเป็นการเปลี่ยนการถือหลักทรัพย์ที่ถืออยู่จากหลักทรัพย์ในประเทศประเภทเงินฝากธนาคารหรือพันธบัตรรัฐบาล เป็นหลักทรัพย์ต่างประเทศ ที่ปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนและมีความมั่นคงสูงระดับ Investment Grade

เงินลงทุน 90,000 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 9 ของเงินฝากธนาคารของ องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และทุนหมุนเวียนที่รวมกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการและกองทุนคุ้มครองเงินฝาก

มีการลงทุนที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินแล้วผลตอบแทนในรูปเงินบาทสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทย ทั้งที่อันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสารดีกว่ารัฐบาลไทย อาทิ พันธบัตรรัฐบาลเกาหลี และเงินฝาก Bank of China

พันธบัตรรัฐบาลเกาหลี อายุ 1 ปี ทำการปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ผลตอบแทนในรูปเงินบาท คือ ร้อยละ 4.1 ขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยคือร้อยละ 3.55 หากคิดค่าบริหารจัดการร้อยละ 0.17 (เท่ากับค่าบริหารจัดการหรือค่าใช้จ่ายของ SCBFF11M2 หน่วยลงทุนตราสารหนี้ต่างประเทศ ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเกาหลี ณ 23 สิงหาคม ค.ศ. 2011) ผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเกาหลี สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลไทยในรูปเงินบาทร้อยละ 0.38

ถ้าหากมีการลงทุนในกองทุนตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาลเกาหลีจำนวนเงิน 90,000 ล้านบาท ผลตอบแทนหักค่าใช้จ่ายทุกประเภทรวมทั้งภาษี จะสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยถึงร้อยละ 0.38 ซึ่งอาจจะมีผลกำไรส่วนต่างถึง 342 ล้านบาท และถ้าหากลงทุนเป็นเงินฝาก Bank of China ผลตอบแทนในรูปเงินบาทหักค่าใช้จ่ายทุกประเภท จะสูงกว่าลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยถึงร้อยละ 0.94 ซึ่งมีกำไรส่วนต่าง 792 ล้านบาท



ตารางที่ 6.3 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของพันธบัตรรัฐบาลไทยและพันธบัตรรัฐบาลเกาหลี  
ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน (หน่วยร้อยละ)

|         | พันธบัตรรัฐบาล<br>ไทย (Sovereign<br>Credit Rating<br>BBB+) | พันธบัตรรัฐบาล<br>เกาหลี (Sovereign<br>Credit Rating A) | เงินฝาก Bank of<br>China (Issuer<br>Rating A-) | ส่วนต่าง<br>พันธบัตร<br>รัฐบาลเกาหลี<br>- รัฐบาลไทย | ส่วนต่าง<br>Bank of<br>China -<br>พันธบัตร<br>รัฐบาลไทย |
|---------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|         | 1                                                          | 2                                                       | 3                                              | 2 - 1                                               | 3 - 1                                                   |
| 6 เดือน | 3.47                                                       | 3.5                                                     | 4.3                                            | 0.03                                                | 0.83                                                    |
| 9 เดือน | 3.5                                                        | 4.05                                                    | 4.45                                           | 0.55                                                | 0.95                                                    |
| 1 ปี    | 3.55                                                       | 4.1                                                     | 4.64                                           | 0.55                                                | 1.09                                                    |

ที่มา : Standard Chartered 8 กันยายน ค.ศ. 2011 เป็นผลตอบแทนในรูปเงินบาทที่ปิดความเสี่ยง  
ค่าเงินและดอกเบี้ย และหักภาษีในต่างประเทศแล้ว แต่ไม่รวมค่าบริหารจัดการ

## บทที่ 7

### ข้อเสนอรูปแบบการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ

ในบทที่ 5 ได้ประเมินโอกาสและความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศของการพัฒนา  
กองทุนของรัฐว่าการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนของรัฐ นอกจากเกิดประโยชน์กับกองทุนเองแล้ว  
ยังเป็นโอกาสสร้างประโยชน์ให้กับเศรษฐกิจของประเทศในภาพรวม ช่วยลดความไม่สมดุลของ  
ทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศ ลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท และลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินของไทย  
อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันยังมีข้อจำกัดในการลงทุนในต่างประเทศ จากการไม่มีนโยบายภาพรวม  
การลงทุนในต่างประเทศสำหรับกองทุนของรัฐ ข้อจำกัดด้านกฎระเบียบ การขาดความรู้และ  
ประสบการณ์สำหรับบางกองทุนภาครัฐ สาธารณชนมีทัศนคติไม่ดีกับการลงทุนในต่างประเทศ  
และข้อจำกัดในการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน<sup>1</sup> สำหรับบทที่ 6 ได้วิเคราะห์ว่าการลงทุนใน  
ต่างประเทศของการพัฒนากองทุนของรัฐ หากมีขนาดการลงทุนที่มากพอจะเป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจ  
ในภาพรวม ช่วยลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศ ช่วยลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท  
รวมทั้งลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินของไทย

ในบทนี้เป็นการเสนอรูปแบบสำหรับการพัฒนากองทุนของรัฐ ในประเด็นสำคัญที่เกี่ยวกับการ  
การลงทุนในต่างประเทศประกอบด้วย 1) ข้อเสนอรูปแบบการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนใน  
ต่างประเทศ และ 2) ข้อเสนอนโยบายการลงทุน สรุปสาระสำคัญได้ดังนี้

#### 7.1 ข้อเสนอรูปแบบการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ

ช่องทางหนึ่งที่ส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศได้ คือ การจัดตั้งกองทุนบริหารการลงทุน  
กลาง<sup>2</sup> ซึ่งจะทำหน้าที่บริหารเงินให้แก่หน่วยงานของรัฐต่าง ๆ นำเงินไปลงทุนในต่างประเทศแทน  
โดยในระยะแรกพิจารณาลงทุนในต่างประเทศที่มีความเสี่ยงต่ำ เหมาะสมกับความต้องการของกองทุน  
หรือหน่วยงานภาครัฐทั่วไป

<sup>1</sup> สำหรับรายละเอียดในประเด็นนโยบายภาพรวมของการลงทุนในต่างประเทศ ได้มีการอภิปรายและจัดทำ  
ข้อเสนอแนะในงานวิจัย เวทาค์ ฟ่วงทรัพย์, จักรพงษ์ อุฆาละนันท์, กฤติกา โพธิ์ไทรย์, สุธิ เหลืองอร่ามกุล  
และธนกฤต ฉัตรภรณ์ (2554) “นโยบายกองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน”  
สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, กันยายน 2554

<sup>2</sup> ในข้อนี้เป็นการเสนอรูปแบบกองทุนลงทุนต่างประเทศภาครัฐรูปแบบหนึ่งในเบื้องต้น เพื่อใช้วิเคราะห์ข้อดีข้อเสีย  
ประโยชน์/ข้อจำกัด ตัวอย่างในต่างประเทศในบทที่ 2 หัวข้อ Sovereign Wealth Fund

โดยที่มาของเงินลงทุนสามารถนำมาจากทุนหมุนเวียนของภาครัฐ องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ต้องมีขนาดใหญ่พอให้เกิดผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุน เกิด Economy of Scale ในเรื่องต้นทุน ในขณะที่เดียวกันไม่ใหญ่เกินไปจนสร้างปัญหาต่อสภาพคล่อง และขีดวัตถุประสงค์การลงทุนของกองทุนต่าง ๆ โดยปีแรก เสนอ 9 หมื่นล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 0.9 ของทรัพย์สินของทุนหมุนเวียน รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินและองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น หรือร้อยละ 9.0 ของเงินฝากธนาคาร

วงเงิน 9 หมื่นล้านบาทนี้ อาจจะกำหนดเป็นหลายนโยบายลงทุนแบ่งเป็นกองทุนย่อย (Sub-fund) ให้เลือก เช่น นโยบายตลาดเงินต่างประเทศและนโยบายตราสารหนี้ต่างประเทศ ในช่วงแรก และในระยะต่อไปมีนโยบายโครงสร้างพื้นฐานหรืออสังหาริมทรัพย์ และแบ่งตามระยะเวลา 6 เดือน 9 เดือน 12 เดือน หรือ 24 เดือน เป็นต้น เพื่อมีรูปแบบการลงทุนเป็นไปตามความต้องการของหน่วยงาน ที่ต้องการลงทุน

มีระยะเวลาออกหน่วยลงทุน เป็นรายไตรมาส ไตรมาสละ 2-3 หมื่นล้านบาท แต่ละไตรมาส มีหลายกองทุนย่อย (ต้องร่วมพิจารณากับ ธปท. เพื่อให้เกิดผลกระทบในภาพรวมกับเงินทุนไหลเข้า-ออกและค่าเงิน ตลอดจนสภาพของตลาดอัตราแลกเปลี่ยน)

ในช่วงแรกเสนอให้มีการลงทุนเฉพาะตราสารหนี้ ที่มีความมั่นคงสูง และปิดความเสี่ยงค่าเงิน โดยวัตถุประสงค์ เป้าหมาย ที่มาของเงินทุน และวิธีการลงทุนและการบริหารความเสี่ยง ระยะเวลา การลงทุนรูปแบบและการกำกับดูแล และการบริหารจัดการ มีดังนี้

### 7.1.1 วัตถุประสงค์

- 1) พัฒนากลไกการลงทุนระหว่างประเทศสำหรับภาครัฐเพื่อช่วยสร้างเสถียรภาพเงินทุนเคลื่อนย้ายและลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท
- 2) ส่งเสริมการเพิ่มมูลค่าของทรัพย์สินของรัฐ

### 7.1.2 เป้าหมายของกองทุน

- 1) จัดตั้งกองทุนกลางเพื่อการลงทุนทั้งในประเทศและในต่างประเทศของรัฐ ขนาด 9 หมื่นล้านบาท
- 2) ลงทุนในตราสารมั่นคงสูง ทั้งในและต่างประเทศ กรณีลงทุนในต่างประเทศ ทำการปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน มุ่งสร้างผลตอบแทนไม่ต่ำกว่าพันธบัตรรัฐบาลไทย สำหรับเงินลงทุน
- 3) ช่วยสร้างเสถียรภาพเงินทุนเคลื่อนย้ายและลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท
- 4) เสริมสร้างความเข้าใจอันดีต่อสาธารณชนถึงการลงทุนในต่างประเทศ

### 7.1.3 ที่มาของเงินทุน

1) หน่วยงานภาครัฐ โดยเน้นทุนหมุนเวียนภาครัฐ รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น โดยหลักการคือเปลี่ยนเงินฝากธนาคารนำมาลงทุนให้ยืดหยุ่นขึ้น โดยเน้นลงทุนใน Fixed Income ในต่างประเทศที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน

2) หน่วยงานภาครัฐ สามารถเลือกรูปแบบการลงทุน ทั้งการฝากเงิน (เช่นเดียวกับการฝากธนาคาร แต่ให้ฝากในช่องทางเงินฝากพิเศษ ผู้ฝากไม่ต้องทำการแก้ไขระเบียบ นโยบายการลงทุน และวิธีการบริหารเงินให้ผลตอบแทนสูงกว่าเงินฝากธนาคารทั่วไป แต่ผลตอบแทนต่ำกว่าการซื้อหน่วยลงทุน) และการซื้อหน่วยลงทุน (กรณีที่หน่วยงาน มีนโยบาย กฎระเบียบเอื้ออำนวย สามารถเลือกซื้อหน่วยลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง) อย่างไรก็ตาม ได้มีการวิเคราะห์ว่าหน่วยงานส่วนใหญ่ไม่มีนโยบายและกฎระเบียบที่เอื้ออำนวย ต่อการซื้อหน่วยลงทุน คาดว่าช่วงแรกของการจัดตั้งกองทุนจะต้องใช้ช่องทางการเงินฝากพิเศษของธนาคารของรัฐ

3) ช่วง 4 ปีแรกของการจัดตั้งกองทุนจะต้องใช้ช่องทางการเงินฝากพิเศษของธนาคารของรัฐก่อนพิจารณาใช้วิธีการออกขายหน่วยลงทุน

### ตารางที่ 7.1 สรุปทางเลือกรูปแบบการลงทุนของผู้ลงทุน และข้อดีข้อจำกัด

| ทางเลือกรูปแบบการลงทุน<br>ของผู้ลงทุน | ข้อดีข้อจำกัด                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|---------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. ช่องทางเงินฝากพิเศษ                | ข้อดี: หน่วยงานเจ้าของเงิน ไม่ต้องทำการแก้ไขระเบียบ<br>นโยบายการลงทุน และวิธีการบริหารเงิน ให้ผลตอบแทนสูง<br>กว่าเงินฝากธนาคารทั่วไป<br>ข้อจำกัด: ผลตอบแทนต่ำกว่าการซื้อหน่วยลงทุน ต้องเสีย<br>ค่าใช้จ่ายให้ธนาคารที่เป็นผู้เปิดช่องทางเงินฝากพิเศษ และควร<br>แก้ไขระเบียบให้ธนาคารของรัฐช่วยผ่อนคลยเรื่องการเงิน<br>สำรองสินทรัพย์เสี่ยงสำหรับเงินที่นำไปลงทุนต่อ |
| 2. หน่วยลงทุน                         | ข้อดี: ให้ผลตอบแทนได้สูงขึ้น มากกว่าการฝากธนาคาร และ<br>การใช้ช่องทางการฝากเงินพิเศษ<br>ข้อจำกัด: หน่วยงานของรัฐส่วนใหญ่ไม่มีนโยบาย หรือ<br>กฎระเบียบส่งเสริมการลงทุนในหน่วยลงทุนโดยเฉพาะการ<br>ลงทุนในต่างประเทศ                                                                                                                                                  |

ที่มา: รวบรวมโดยนักวิจัย

#### 7.1.4 การลงทุน และการบริหารความเสี่ยง

- 1) บริหารการลงทุนได้ยืดหยุ่น ทั้งลงทุนในประเทศและต่างประเทศ โดยเน้นที่การลงทุนที่มีความมั่นคงสูง Investment Grade
- 2) เน้นลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศ หรือ Fixed Income อื่น ที่มีความมั่นคงสูง Investment Grade
- 3) ปัดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนทำ Cross Currency SWAP มี Counter Party ที่มั่นคงสูง

#### 7.1.5 ระยะเวลาการลงทุน

- 1) มีหน่วยลงทุนหลายประเภท ที่มีระยะเวลาดำเนินการทั้ง 3 เดือน 6 เดือน 1 ปี 2 ปี และอาจมีระยะอื่นที่ยาวขึ้น

#### 7.1.6 รูปแบบของกองทุนและการกำกับดูแล

- 1) กองทุนส่วนบุคคลภายใต้กฎหมายของสำนักงาน ก.ล.ต.
  - 2) การกำกับดูแล มีการตั้งคณะกรรมการลงทุน หรือตั้งที่ปรึกษาการลงทุนมาให้ความเห็นกลั่นกรอง รวมทั้งการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์การลงทุน เพื่อให้การลงทุนเป็นไปตามเป้าหมายและวัตถุประสงค์ที่วางไว้ เพื่อให้การบริหารการลงทุนให้เหมาะสม ซึ่งการบริหารการลงทุนต่างประเทศอาจมีความซับซ้อน ขณะเดียวกันการบริหารต้องมีความโปร่งใสและตรวจสอบได้จากภายนอก
- มีหลายกองทุนย่อย แบ่งตามระยะเวลาการลงทุน เพื่อความคล่องตัว อาทิ 6 เดือน 9 เดือน 12 เดือน และมากกว่า 12 เดือน โดยทยอยออกกองทุนทั้งปี กองทุนย่อยกองทุนละ 10,000 – 20,000 ล้านบาท

ตารางที่ 7.2 สรุปทางเลือกรูปแบบกองทุน ข้อดีข้อจำกัด และกฎหมายสำคัญที่เกี่ยวข้อง

| ทางเลือกรูปแบบการจัดตั้งกองทุน | ข้อดีข้อจำกัด                                                                                                                             | กฎหมายสำคัญที่เกี่ยวข้อง                   |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 1. กองทุนส่วนบุคคล             | ข้อดี: ง่ายในการจัดตั้ง เนื่องจากกฎ หรือระเบียบในการควบคุมของ ก.ล.ต. ค่อนข้างน้อย เพียงแต่ภาครัฐจ้างผู้จัดการกองทุนมืออาชีพมาบริหารจัดการ | ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทน 27/2552 |

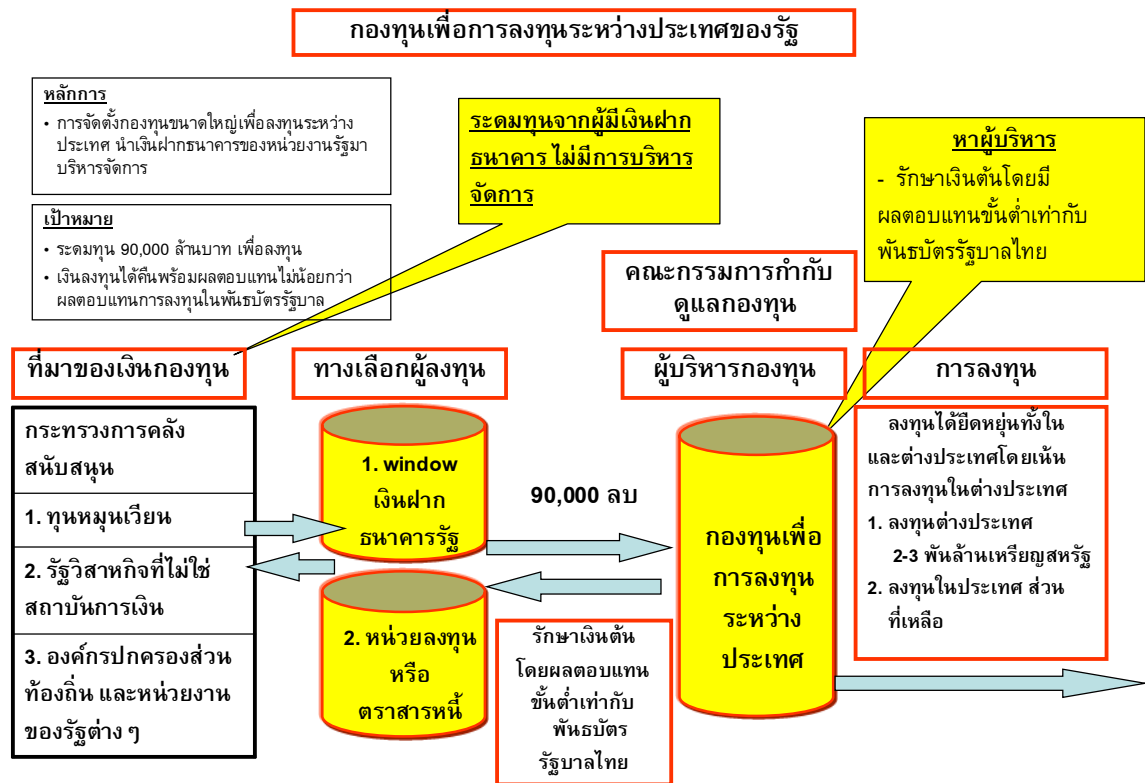
| ทางเลือกรูปแบบการจัดตั้งกองทุน | ข้อดีข้อจำกัด                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | กฎหมายสำคัญที่เกี่ยวข้อง                                                                                                                                                      |
|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2. กองทุนรวม                   | <p><b>ข้อจำกัด:</b> เนื่องจากกองทุนส่วนบุคคลไม่ใช่นิติบุคคลที่แยกต่างหากจากส่วนราชการ ดังนั้น การดำเนินการต่าง ๆ จะต้องดำเนินการภายใต้กฎและระเบียบของทางราชการทั้งสิ้น นอกจากนี้ ไม่สามารถระดมเงินได้จากหน่วยงานอื่น ๆ ได้</p> <p><b>ข้อดี:</b> เป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากหน่วยงานภาครัฐ ภาครัฐจากหน่วยงานอื่น ๆ อาจเข้ามาร่วมลงทุนได้เพียงแค่ชื่อหรือขายหน่วยลงทุน ดังนั้น ขนาดของกองทุนจะไม่ถูกจำกัดด้วยทรัพยากรของหน่วยงาน และเงินดังกล่าวจะถูกบริหารจัดการด้วยมืออาชีพ</p> <p><b>ข้อจำกัด:</b> หากภาครัฐมีความประสงค์จะจัดตั้งกองทุนรวมดังกล่าวอาจต้องดำเนินการแก้ไขกฎ หรือระเบียบของทางราชการบางส่วน</p> | <p>เรื่อง หลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุน</p> <p>ประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทน 27/2552 เรื่อง หลักเกณฑ์เงื่อนไข และวิธีการจัดตั้งและจัดการกองทุน</p> |
| 3. บริษัท                      | <p><b>ข้อดี:</b> เป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากหน่วยงานภาครัฐ โดยวัตถุประสงค์หลักของการจัดตั้งบริษัทคือการแสวงหากำไรเพื่อนำมาแบ่งปันกันในระหว่างผู้ถือหุ้น</p> <p><b>ข้อจำกัด:</b> เนื่องจากภาครัฐไม่ได้มีวัตถุประสงค์ในการแสวงหากำไรเป็นสำคัญ การจัดตั้งบริษัทน่าจะเป็นรูปแบบที่ไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของภาครัฐ นอกจากนี้ หากภาครัฐมีความประสงค์จะจัดตั้งบริษัทอาจต้องดำเนินการแก้ไขเพิ่มเติมกฎหมาย กฎ หรือระเบียบที่เกี่ยวข้อง</p>                                                                                                                                                                          | <p>ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์</p> <p>กฎหมาย กฎ หรือระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการจัดตั้งนิติบุคคล</p>                                                                             |

#### 7.1.7 การบริหารจัดการ

1) ให้ผู้บริหารมืออาชีพดำเนินการ ซึ่งอาจเป็นคนไทย เช่น กรณีกองทุนรวมวายุภักษ์หนึ่ง ที่ให้บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงไทย จก.(มหาชน) และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็ม

เอฟ ซี จำกัด(มหาชน) ร่วมบริหารหรือต่างชาติที่มีความน่าเชื่อถือและเสนอแนวทางการบริหาร  
ที่สร้างสรรค์ สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าในระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน

## แผนภาพที่ 7.1 รูปแบบกองทุนลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ



### ข้อดี/โอกาส

- 1) เป็นกลไกใหม่ในการบริหารเงินทุนระหว่างประเทศภาครัฐ ที่กำหนดขนาดกองทุนได้  
เลือกเวลาลงทุนได้ เลือกขอบเขตการดำเนินงานได้ง่าย
- 2) ลดแรงกดดันจากเงินทุนไหลเข้า ลดความเสี่ยงต่อโครงสร้างทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศ  
ของไทย และช่วยเงินบาทอ่อนค่าระดับหนึ่ง
- 3) เพิ่มประสิทธิภาพภาครัฐในการบริหารกองทุนขนาดใหญ่สำหรับการลงทุนในต่างประเทศ
- 4) เพิ่มความสะดวกและช่องทางการลงทุนในต่างประเทศ สำหรับกองทุนที่ไม่มีทรัพยากร  
บุคลากร ประสิทธิภาพในการดำเนินการในการลงทุนในต่างประเทศ รวมทั้งโอกาสสร้างผลตอบแทนที่  
สูงขึ้นของทุกกองทุน ทั้งนี้ โดยผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น(หักค่าใช้จ่ายทุกประเภท) ของการลงทุน 90,000  
ล้านบาท คิดเป็น 342 – 792 ล้านบาท สำหรับการลงทุน 1 ปี (ตามการประมาณการในตารางที่ 7.2)
- 5) เสริมสร้างความเข้าใจต่อสาธารณชนอันดีเรื่องการลงทุนในต่างประเทศ

### ข้อเสีย/ความเสี่ยง

- 1) หากเกิดปัญหาจากการลงทุนในต่างประเทศ จะส่งผลกระทบกับชื่อเสียงของรัฐบาล และผู้กำหนดนโยบาย
- 2) การขาดแรงจูงใจในการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนภาครัฐ ที่ได้ประโยชน์ ในรูปผลตอบแทนไม่มาก ในขณะที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานในเรื่องที่ไม่เคยทำมาก่อน
- 3) ทศกคตินทางลบที่มองว่านโยบายนี้ช่วยสร้างรายได้ให้กับผู้บริหารกองทุนหรือ ผู้ที่เกี่ยวข้องโดยนำเงินมาจากงบประมาณหรือเงินของภาครัฐ
- 4) ผลกระทบต่อค่าเงินและ Currency SWAP เนื่องจากกองทุนมีขนาดใหญ่ และมุ่งหวังให้เกิดผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนและค่าเงิน จึงมีความจำเป็นที่ต้องประสานงานกับ ธปท. อย่างใกล้ชิดเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดจากการส่งออกเงินทุน ทั้งประเด็นเรื่องระยะเวลาส่งออกเงินทุน การป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน (ทำ Cross Currency SWAP รายละเอียดใน Appendix B) ที่กระทบค่าเงิน และตลาด Currency SWAP

## 7.2 ข้อเสนอแนะนโยบายการลงทุน

การเพิ่มความยืดหยุ่นในการลงทุน ให้สามารถลงทุนได้ทั้งในและต่างประเทศ ภายใต้ ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ช่วยให้สามารถเพิ่มผลตอบแทนให้ทรัพย์สินของรัฐ

เงินและทรัพย์สินของหน่วยงานต่าง ๆ ของรัฐ มีจำนวนมาก บางส่วนแต่ไม่มีการบริหารจัดการ ให้ดีพอ ด้วยข้อจำกัด อาทิ ด้านบุคลากร ประสบการณ์ ขนาดเงินที่ไม่มากของบางหน่วยงาน ตลอดจน ทศกคติของสาธารณชนที่ไม่สนับสนุนการลงทุนในต่างประเทศ

และพบว่า มีการลงทุนที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินแล้วผลตอบแทนในรูปเงินบาทสูงกว่าการลงทุน ในพันธบัตรรัฐบาลไทย ทั้งที่อันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร ดีกว่ารัฐบาลไทย อาทิ พันธบัตร รัฐบาลเกาหลี และเงินฝาก Bank of China

พันธบัตรรัฐบาลเกาหลี อายุ 1 ปี ทำการปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ผลตอบแทนในรูป เงินบาท คือ ร้อยละ 4.1 ขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยคือร้อยละ 3.55 หากคิดค่าบริหารจัดการร้อยละ 0.17 (เท่ากับค่าบริหารจัดการหรือค่าใช้จ่ายของ SCBFF11M2 หน่วยลงทุนตราสารหนี้ ต่างประเทศ ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเกาหลี ณ 23 สิงหาคม 2011 ทั้งนี้ ค่าบริหารจัดการสามารถ ต่ำกว่านี้ได้หากขนาดกองทุนใหญ่พอ และตัวอย่างการคิดค่าบริหารจัดการที่ต่ำมากของในต่างประเทศ เช่น กองทุนเพื่อการลงทุนกลางรัฐไคโดโฮ เก็บค่าบริหารกองทุนเพียงร้อยละ 0.0022 ต่อเดือนของเงิน



ลงทุน<sup>3</sup>) ผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลเกาหลี สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลไทยในรูปเงินบาทร้อยละ 0.38

หากลงทุน 90,000 ล้านบาทในกองทุนตราสารหนี้พันธบัตรรัฐบาลเกาหลี ผลตอบแทนที่หักค่าใช้จ่ายทุกประเภทรวมทั้งภาษี สูงกว่าลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยร้อยละ 0.38 มีกำไรส่วนต่าง 342 ล้านบาท และหากลงทุนเป็นเงินฝัก Bank of China ผลตอบแทนในรูปเงินบาทหักค่าใช้จ่ายทุกประเภท สูงกว่าลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยร้อยละ 0.94 มีกำไรส่วนต่าง 792 ล้านบาท

ตารางที่ 7.3 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของพันธบัตรรัฐบาลไทยและพันธบัตรรัฐบาลเกาหลี ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน (หน่วยร้อยละ)

|         | พันธบัตรรัฐบาล<br>ไทย (Sovereign<br>Credit Rating<br>BBB+) | พันธบัตรรัฐบาล<br>เกาหลี (Sovereign<br>Credit Rating A) | เงินฝัก Bank of<br>China (Issuer<br>Rating A-) | ส่วนต่าง<br>พันธบัตร<br>รัฐบาลเกาหลี<br>- รัฐบาลไทย | ส่วนต่าง<br>Bank of<br>China –<br>พันธบัตร<br>รัฐบาลไทย |
|---------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|         | 1                                                          | 2                                                       | 3                                              | 2 - 1                                               | 3 - 1                                                   |
| 6 เดือน | 3.47                                                       | 3.5                                                     | 4.3                                            | 0.03                                                | 0.83                                                    |
| 9 เดือน | 3.5                                                        | 4.05                                                    | 4.45                                           | 0.55                                                | 0.95                                                    |
| 1 ปี    | 3.55                                                       | 4.1                                                     | 4.64                                           | 0.55                                                | 1.09                                                    |

ที่มา : Standard Chartered 8 กันยายน ค.ศ. 2011 เป็นผลตอบแทนในรูปเงินบาทที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินและดอกเบี้ย รวมทั้งหักภาษีในต่างประเทศแล้ว แต่ยังไม่รวมค่าบริหารจัดการ

นอกจากนี้ กรณีที่ลงทุนในหุ้นกู้บริษัทไทยที่ออกในต่างประเทศ หลังจากปิดความเสี่ยงค่าเงินเต็มจำนวนสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย ร้อยละ 1.6 – 1.8

<sup>3</sup> <http://sto.idaho.gov/services/LGIP/>

ตารางที่ 7.4 เปรียบเทียบผลตอบแทนเป็นเงินบาทของหุ้นกู้ของธนาคารกรุงเทพ ไทยออยล์ และ ปตท. ที่ออกในต่างประเทศ (หน่วยร้อยละ)

| ผู้ออก           | วันครบกำหนด<br>(MM/YY) | อันดับความน่าเชื่อถือ      |                        | ราคาในรูป<br>USD | อัตราผลตอบแทน<br>ในรูปสกุลบาท<br>(%) |
|------------------|------------------------|----------------------------|------------------------|------------------|--------------------------------------|
|                  |                        | International<br>Long-Term | National Long-<br>Term |                  |                                      |
| ธนาคารกรุงเทพ    | 10/2020                | BBB+                       | AA                     | 103.75%          | 5.20-5.25%                           |
| บริษัท ไทยออยล์  | 01/2023                | BBB                        | AA-                    | 91.95%           | 5.40-5.45%                           |
| บริษัท ปตท. -PTT | 10/2022                | BBB+                       | AAA                    | 90.25%           | 5.28-5.33%                           |

ที่มา : ธนาคารไทยพาณิชย์ 25 มิถุนายน พ.ศ. 2556 เป็นผลตอบแทนในรูปเงินบาทที่ปิดความเสี่ยง  
ค่าเงินและดอกเบี้ยรวมทั้งหักภาษีดอกเบี้ยแล้ว

#### 7.2.1 นโยบายการลงทุน ปีที่ 1 – ปีที่ 4

- 1) เป้าหมายผลตอบแทนการลงทุนไม่ต่ำกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย
- 2) ลงทุนในตราสารหนี้หรือเงินฝากสถาบันหรือนิติบุคคลที่มีความมั่นคงสูง ทั้งในประเทศและต่างประเทศ เป็นระดับ Investment Grade
- 3) กรณีลงทุนในต่างประเทศ ต้องเป็น ระดับ Investment Grade ปิดความเสี่ยงค่าเงินไม่ต่ำกว่าร้อยละ 80
- 4) กรณีลงทุนในประเทศ ปีที่ 3 – 4 สามารถลงทุนในตราสารความเสี่ยงต่ำ หรือมีหลักประกัน เช่น หน่วยลงทุนอสังหาริมทรัพย์

#### 7.2.2 นโยบายการลงทุนปี 5 เป็นต้นไป

เริ่มทำการลงทุนในตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน หรือตราสารทุน ส่วนหนึ่งของกองทุน อาทิ ร้อยละ 5  
อย่างไรก็ตาม ควรลงทุนในระดับความเสี่ยงต่ำ

## บทที่ 8

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์สำคัญคือการศึกษาแนวทางการเพิ่มมูลค่าทรัพย์สินของรัฐโดยการจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐที่เหมาะสม รวมทั้งทำการประเมินโอกาส ความเสี่ยง และข้อจำกัดต่าง ๆ ของการพัฒนากองทุนดังกล่าว ตลอดจนประเมินข้อดี ข้อเสีย ต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม

ในบทที่ 2 ทำการศึกษาทฤษฎี การวิจัยในต่างประเทศที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะในเรื่อง การลงทุนระหว่างประเทศและกองทุนขนาดใหญ่ของภาครัฐที่สำคัญที่มีการลงทุนระหว่างประเทศ ประกอบด้วย กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (ทั้งนี้ กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติไม่จำเป็นต้องนำเงินลงทุนมาจากเงินทุนสำรอง) กองทุนประกันสังคม และกองทุนบำเหน็จบำนาญ

ในบทที่ 3 ทำการศึกษาข้อมูลกองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐของไทยที่มีการลงทุนในต่างประเทศ คือ กองทุนประกันสังคม และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ พบว่า การลงทุนในตราสารหนี้ในต่างประเทศได้สร้างประโยชน์ ทั้งในรูปผลตอบแทนในรูปเงินบาทที่สูงขึ้น รวมทั้งช่วยด้านการกระจายความเสี่ยงให้กับกองทุน โดยการลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศ มีการปิดความเสี่ยงค่าเงินทั้งจำนวนเงินลงทุนหรือในสัดส่วนที่สูงมาก นอกจากนี้ ในบทนี้ได้ทำการระบุแหล่งทรัพย์สินของรัฐที่สามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการ คือเงินฝากในสถาบันการเงินของรัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น และทุนหมุนเวียน โดยที่ทุนหมุนเวียนมีมากกว่า 100 กองทุน และส่วนท้องถิ่นที่เป็นนิติบุคคลมีมากกว่า 7,800 แห่ง ส่วนใหญ่ไม่มีความชำนาญและบุคลากรในการบริหารเงิน การปรับเปลี่ยนการบริหารเงินโดยแบ่งเงินบางส่วนนำไปบริหารให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น อาทิ ส่วนที่เป็นเงินในรูปเงินฝากธนาคารที่ผลตอบแทนไม่สูง จะเป็นการเพิ่มรายได้ให้ภาครัฐอีกมาก

รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน องค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น และทุนหมุนเวียน ที่มีเงินฝากสถาบันการเงิน (ไม่รวมเงินฝากกระแสรายวัน) มากกว่า 1 ล้านล้านบาท ในปี พ.ศ. 2555 ซึ่งหากสามารถเพิ่มผลตอบแทนได้ ร้อยละ 1 หมายถึง การเพิ่มรายได้ให้รัฐปีละ 1 หมื่นล้านบาท นอกจากสามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นแล้ว ยังเป็นโอกาสสร้างประโยชน์ต่อภาพรวมของเศรษฐกิจไทย

ในบทที่ 4 ทำการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจ โดยพัฒนาแบบจำลองขนาดปานกลางที่สะดวกในการใช้ทำ Simulation ผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดการเงิน โดยเลือก

---

1 มี 110 ทุนหมุนเวียนที่อยู่ในกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง อาทิ เงินทุนหมุนเวียนเพื่อพัฒนาสถาบันอุดมศึกษาเอกชน กองทุนการปฏิรูปที่ดินเพื่อเกษตรกรรม กองทุนพัฒนาฝีมือแรงงาน และเงินทุนหมุนเวียนการผลิตหรือขยายผลและการทำของ

พัฒนาแบบจำลองขนาดกลาง โดยประยุกต์และปรับปรุงแบบจำลองเศรษฐกิจการคลัง พ.ศ. 2549 และแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน เวทังค์และคณะ (2552)<sup>2</sup> ระบบแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุนถูกพัฒนาขึ้นเพื่อใช้ประโยชน์ ประเมินผลกระทบของเคลื่อนย้ายเงินทุน ทั้งจากการไหลออกของเงินลงทุนและการไหลเข้าของเงินลงทุนจากต่างประเทศต่อเศรษฐกิจไทย อัตราแลกเปลี่ยน การบริโภค และการลงทุน เป็นต้น

ในบทที่ 5 ทำการวิเคราะห์โอกาส ความเสี่ยง จุดแข็งและข้อจำกัดของการพัฒนากองทุนของรัฐเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ ได้ประเมินโอกาสและความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนว่าการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนนอกจากเกิดประโยชน์กับกองทุนเองแล้ว ยังเป็นโอกาสสร้างประโยชน์กับเศรษฐกิจของประเทศในภาพรวม ช่วยลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศ ลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท และลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินของไทย อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อจำกัดในการลงทุนในต่างประเทศ จากการไม่มีนโยบายภาพรวมการลงทุนในต่างประเทศสำหรับภาครัฐ ข้อจำกัดด้านกฎระเบียบ การขาดความรู้และประสบการณ์สำหรับบางกองทุนภาครัฐ สาธารณชนมีทัศนคติไม่ดีกับการลงทุนในต่างประเทศ และข้อจำกัดในการบริหารความเสี่ยง อัตราแลกเปลี่ยน

บทที่ 6 ได้วิเคราะห์ว่าการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐหากมีขนาดการลงทุนที่มากพอจะเป็นประโยชน์กับเศรษฐกิจในภาพรวม ช่วยลดความไม่สมดุลของทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศ ช่วยลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาทรวมทั้งลดแรงกดดันต่อราคาทรัพย์สินของไทย สำหรับความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนขนาดใหญ่ นั้น ได้วิเคราะห์สภาพคล่องของทรัพย์สินต่างประเทศของไทย ซึ่งสามารถประเมินจากปริมาณเงินทุนสำรอง และประมาณการความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศ จากการวิเคราะห์พบว่า เงินทุนสำรองของไทยสูงมากและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ในขณะที่ความต้องการเงินทุนจากต่างประเทศลดลงมาก ตลอดจนความเสี่ยงในภาคเอกชนลดลงมากเช่นกัน

การส่งออกเงินลงทุน 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 1.6 ของเงินทุนสำรองหรือสร้างความเสี่ยงต่อสภาพคล่องของเงินทุนสำรองไทยในระดับต่ำไม่นับสำคัญ ในขณะเดียวกัน การเปลี่ยนเงินฝากธนาคาร เป็นการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีระยะเวลาใกล้เคียงกับระยะเวลาที่ฝากเงิน ไม่ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของหน่วยงานของรัฐที่นำเงินมาร่วมลงทุน

บทที่ 7 เป็นการจัดทำข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย โดยกรอบแนวคิดการจัดทำข้อเสนอแนะมาจากบทที่ 2 ตัวอย่าง ประสบการณ์ของกองทุนขนาดใหญ่ในต่างประเทศ บทที่ 3 เรื่องข้อมูลการลงทุนของ

<sup>2</sup> เวทังค์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล นงนุช ตันติสันติวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง และเวทังค์และคณะ (2552) “โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง สำหรับรายละเอียดของแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนอยู่ใน ส่วน 4.2 สำหรับผลกระทบ เป็นการวิเคราะห์เฉพาะผลกระทบจากการไหลออกของเงินทุน ไม่ได้รวมผลกระทบจากการส่งเงินและกำไรกลับเข้าประเทศ และวิเคราะห์เฉพาะการลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้

กองทุนขนาดใหญ่ต่าง ๆ การวิเคราะห์ในบทที่ 5 เรื่องโอกาสและความเสี่ยงของการลงทุนในต่างประเทศ ข้อจำกัดต่าง ๆ ของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุนไทย การประเมินความต้องการในการลงทุนของหน่วยงานต่าง ๆ ของรัฐที่ให้ความสำคัญกับความมั่นคงของการลงทุน การประเมินประสิทธิภาพการลงทุนของ กบข. และ กปส. ข้อจำกัดการลงทุนในต่างประเทศต่าง ๆ ของกองทุนภาครัฐ รวมทั้งข้อเท็จจริงที่ว่ามีการลงทุนต่างประเทศใน Fixed Income ที่ Investment Grade ปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ให้ผลตอบแทนที่ไม่ต่ำกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทย

สำหรับข้อเสนอแนะในการพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐที่สำคัญสรุปได้ดังนี้

#### 1) ที่มาของเงินทุน

- หน่วยงานภาครัฐ โดยเน้นทุนหมุนเวียนภาครัฐ รัฐวิสาหกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินและองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น โดยหลักการคือเปลี่ยนเงินฝากธนาคาร นำมาลงทุนให้ยืดหยุ่นขึ้น โดยเน้นลงทุนใน Fixed Income ในต่างประเทศ ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน

- หน่วยงานภาครัฐ สามารถเลือกรูปแบบการลงทุน ทั้งการฝากเงิน (เช่นเดียวกับการฝากธนาคาร แต่ให้ฝากในช่องทางเงินฝากพิเศษ ผู้ฝากไม่ต้องทำการแก้ไขระเบียบ นโยบายการลงทุน และวิธีการบริหารเงิน ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเงินฝากธนาคารทั่วไป แต่ผลตอบแทนต่ำกว่าการซื้อหน่วยลงทุน) และการซื้อหน่วยลงทุน (กรณีที่หน่วยงาน มีนโยบาย ระเบียบเอื้ออำนวย สามารถเลือกซื้อหน่วยลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง) อย่างไรก็ตาม ได้มีการวิเคราะห์ว่า หน่วยงานส่วนใหญ่ไม่มีนโยบายและกฎระเบียบที่เอื้ออำนวย ต่อการซื้อหน่วยลงทุน คาดว่าช่วงแรกของการจัดตั้งกองทุนจะต้องใช้ช่องทางการเงินฝากพิเศษของธนาคารของรัฐ

- ช่วง 4 ปีแรกของการจัดตั้งกองทุนจะต้องใช้ช่องทางการเงินฝากพิเศษของธนาคารของรัฐ ก่อนพิจารณาใช้วิธีการออกขายหน่วยลงทุน

#### 2) นโยบายการลงทุนและการบริหารความเสี่ยง

- มีการลงทุนที่ยืดหยุ่น ลงทุนได้ทั้งในและต่างประเทศ โดยมีเป้าหมายสร้างผลตอบแทนการลงทุนให้สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล โดยลงทุนในรูปเงินฝากหรือตราสารหนี้ระดับ Investment Grade เน้นลงทุนใน Fixed Income ในต่างประเทศ ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงิน

- การลงทุนในต่างประเทศช่วง 1-4 ปีแรก ควรลงทุนในลักษณะที่มั่นคงสูงในลักษณะ Fixed Return ที่ Investment Grade ปิดความเสี่ยงค่าเงินบาท จากนั้น พิจารณาสับทุนการลงทุนในตราสารที่มั่นคงมีสินทรัพย์ค้ำประกัน มีผลตอบแทนสูงขึ้น อาทิ กองทุนอสังหาริมทรัพย์ หรือกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะที่กำหนดวิธีการคืนเงินต้นหรือประเมินมูลค่าเงินต้นได้อย่างชัดเจน

- การลงทุนแบบง่าย Buy and Hold สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่า การฝากธนาคาร ร้อยละ 1.3-2.6 ตามตารางที่ 8.1

ตารางที่ 8.1 เปรียบเทียบผลตอบแทนจากการบริหารเงินและการฝากธนาคารพาณิชย์ในไทย

|                             | เงินฝาก<br>ธนาคาร<br>พาณิชย์<br>(เฉลี่ย 5<br>ธนาคารใหญ่) | ตัวเงินคลัง<br>หรือพันธบัตร<br>รัฐบาลไทย<br>(Sovereign<br>Credit<br>Rating<br>BBB+) | หุ้นกู้<br>บริษัทเอกชน<br>ในไทย<br>(Investment<br>Grade)<br>/2 | หุ้นกู้บริษัทเอกชน<br>เงินฝากสถาบัน<br>การเงินหรือ<br>พันธบัตรรัฐบาลใน<br>ต่างประเทศ<br>(Investment Grade)<br>/3 | ส่วนต่าง<br>ผลตอบแทนสูงสุดของ<br>(2) (3) (4)<br>เงินฝากธนาคารพาณิชย์<br>ในไทย<br>สูงสุดของ (2, 3, 4) – 1 |
|-----------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                             | 1                                                        | 2                                                                                   | 3                                                              | 4                                                                                                                |                                                                                                          |
| ออมทรัพย์<br>(ถอนได้ทุกวัน) | 0.7                                                      | 2.0                                                                                 | NA                                                             | NA                                                                                                               | 1.3                                                                                                      |
| 6 เดือน                     | 2.4                                                      | 2.56                                                                                | NA                                                             | 4.3 /4                                                                                                           | 1.9                                                                                                      |
| 1 ปี                        | 2.7                                                      | 2.57                                                                                | 2.77                                                           | 4.3 /5                                                                                                           | 1.4                                                                                                      |
| 2-3ปี                       | 2.6                                                      | 2.91                                                                                | 3.31                                                           | 4.6 /6                                                                                                           | 2.0                                                                                                      |
| 4 ปีขึ้นไป                  | 2.6                                                      | 3.46                                                                                | 3.96                                                           | 5.2 /7                                                                                                           | 2.6                                                                                                      |

ที่มา : /1 รวบรวมโดยนักวิจัย ณ สิ้นเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2556

/2 ค่าเฉลี่ยหุ้นกู้เอกชนจาก Thai BMA

/3 ผลตอบแทนการลงทุนในต่างประเทศอยู่ในรูปเงินบาท ที่ปิดความเสี่ยงค่าเงินและดอกเบี้ย

รวมทั้งหักภาษีดอกเบี้ยแล้ว ไม่รวมค่าบริหาร (ตัวอย่าง ค่าบริหารกองทุนคิดเป็นร้อยละ 0.17

และ 0.11 สำหรับกองทุนที่ลงทุนต่างประเทศของ บลจ.ไทยพาณิชย์ จำกัด มหาชนและบลจ. MFC)

/4 กรณี 6 เดือน จากการฝากเงิน AKbank Turkey (Moody's Rating Baa3)

/5 กรณี 1 ปี จากการฝากเงิน AKbank Turkey (Moody's Rating Baa3)

/6 กรณี 2-3 ปี จากพันธบัตรรัฐบาลอินโดนีเซีย (Moody's Rating Baa3)

/7 กรณี 4 ปีขึ้นไป จากหุ้นกู้ธนาคารกรุงเทพออกในต่างประเทศ (S&P Rating BBB+)

### 3) ขนาดของกองทุน

- ขึ้นกับระยะเวลา ในระยะ 1-2 ปีแรก อาจพิจารณาให้มีขนาด 3-4 หมื่นล้านบาท จากนั้นในปีที่ 3 – 4 มีขนาด 9 หมื่นล้านบาท เพื่อให้มีขนาดที่ไม่เล็กเกินไป

### 4) ระยะเวลาการลงทุน

- มีการลงทุนหลายประเภท ที่มีระยะเวลาดำเนินการทั้ง 3 เดือน 6 เดือน 1 ปี 2 ปี และระยะอื่นที่ยาวขึ้น

5) รูปแบบของกองทุนและการกำกับดูแล

- กองทุนส่วนบุคคลภายใต้กฎหมายของสำนักงาน ก.ล.ต.
- การกำกับดูแล มีการตั้งคณะกรรมการลงทุน หรือตั้งที่ปรึกษาการลงทุน มาให้ความเห็น  
กลั่นกรอง รวมการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์การลงทุน เพื่อให้การลงทุนเป็นไปตามเป้าหมายและ  
วัตถุประสงค์ที่วางไว้ เพื่อให้บริหารการลงทุนให้เหมาะสม ซึ่งการบริหารการลงทุนต่างประเทศอาจจะมี  
ความซับซ้อน ขณะเดียวกันการบริหารต้องมีความโปร่งใสและตรวจสอบได้จากภายนอก
- มีหลายกองทุนย่อย แบ่งตามระยะเวลาการลงทุน เพื่อความคล่องตัว อาทิ 6 เดือน 9 เดือน  
12 เดือน และมากกว่า 12 เดือน โดยทยอยออกกองทุนทั้งปี กองทุนย่อยกองทุนละ 10,000 – 20,000  
ล้านบาท

6) การบริหารจัดการ

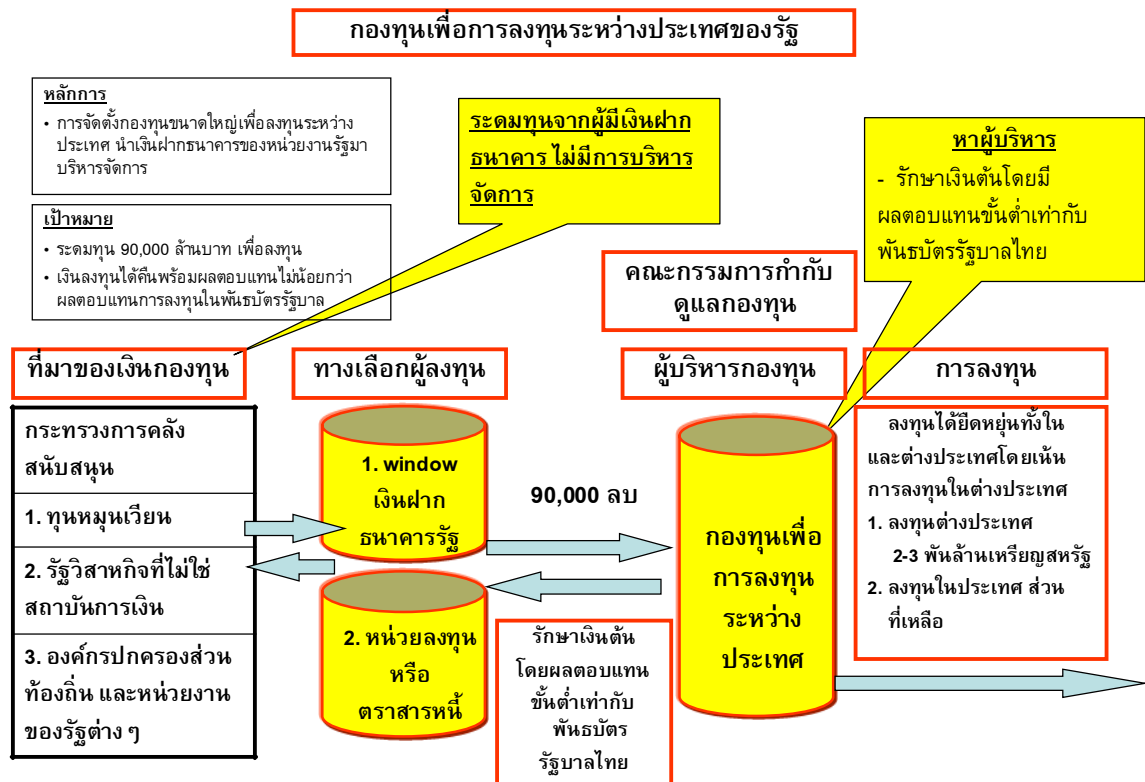
- ให้ผู้บริหารมืออาชีพดำเนินการ ซึ่งอาจเป็นคนไทย เช่น กรณีกองทุนรวมวายุภักษ์หนึ่ง  
ที่ให้บริการหลักทรัพย์จัดการกองทุน กรุงเทพฯ จก.(มหาชน) และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี  
จำกัด(มหาชน) ร่วมบริหารหรือต่างชาติที่มีความน่าเชื่อถือและเสนอแนวทางการบริหารที่สร้างสรรค์  
สร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าในระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน

7) การแก้กฎระเบียบ กฎหมาย

- โดยที่ระยะเวลา 4 ปีแรก ได้เสนอให้ใช้ช่องทางการรับเงินลงทุนผ่านสถาบันการเงินของ  
รัฐ ซึ่งต้องมีค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นของสถาบันการเงินของรัฐ จากต้นทุนการบริหารจัดการ และการกันสำรอง  
สำหรับเงินนำไปลงทุนที่รับมาจากหน่วยงานของรัฐต่าง ๆ ที่ร่วมลงทุน จึงควรพิจารณาผ่อนปรนเงื่อนไข  
การนับสินทรัพย์เสี่ยงที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากเป็นเงินในลักษณะที่ส่งต่อ (Pass-Through) ให้กองทุนเพื่อ  
การลงทุนของรัฐดำเนินการต่อและรับผิดชอบ
- ทั้งนี้ ในช่วง 4 ปีแรก ที่เน้นการระดมเงินจากหน่วยงานรัฐผ่านช่องทางของธนาคาร  
จึงไม่มีความจำเป็นในการ แก้กฎหมายหรือกฎระเบียบ อย่างไรก็ตาม ในระยะต่อไปอาจพิจารณาให้  
หน่วยงานต่างของรัฐปรับปรุงกฎระเบียบของตนเอง<sup>3</sup> เพื่อให้สามารถลงทุนในรูปแบบหน่วยลงทุนที่  
กองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐออกขาย

<sup>3</sup> มีกฎระเบียบแตกต่างของแต่ละรัฐวิสาหกิจ ทุนหมุนเวียน และองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น เนื่องจากมีกฎหมายจัดตั้งที่  
หลากหลายแตกต่างกันไป มีกฎระเบียบกำกับดูแลที่หลากหลายแตกต่างกันไปเช่นกัน

## แผนภาพที่ 8.1 รูปแบบกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ



โดยสรุป การพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐสร้างโอกาสที่สำคัญดังนี้

- 1) เป็นกลไกใหม่ในการบริหารเงินทุนระหว่างประเทศภาครัฐ ที่กำหนดขนาดกองทุนได้ เลือกเวลาลงทุนได้ เลือกขอบเขตการดำเนินงานได้ง่าย
- 2) ลดแรงกดดันจากเงินทุนไหลเข้า ลดความเสี่ยงต่อโครงสร้างทรัพย์สินหนี้สินต่างประเทศของไทย และช่วยเงินบาทอ่อนค่าระดับหนึ่ง
- 3) เพิ่มประสิทธิภาพภาครัฐในการบริหารกองทุนขนาดใหญ่สำหรับการลงทุนในต่างประเทศ
- 4) เพิ่มความสะดวกและช่องทางการลงทุนในต่างประเทศ สำหรับหน่วยงานของรัฐ กองทุนของรัฐที่ไม่มีทรัพยากร บุคลากร ประสิทธิภาพในการดำเนินการในการลงทุนในต่างประเทศ รวมทั้งโอกาสสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น(หักค่าใช้จ่ายทุกประเภท) ของการลงทุน 90,000 ล้านบาท คิดเป็น 1,170 ล้านบาท (ค่าบริหารจัดการร้อยละ 0.2) สำหรับการลงทุนทุก 1 ปี หรือ 4,680 ล้านบาท ต่อ 4 ปี
- 5) เสริมสร้างความเข้าใจต่อสาธารณชนอันดีเรื่องการลงทุนในต่างประเทศ



สำหรับความเสี่ยงในการพัฒนากองทุนที่สำคัญคือ

- 1) หากเกิดปัญหาจากการลงทุนในต่างประเทศ อาจมีผลส่งผลกระทบต่อชื่อเสียงของรัฐบาล และผู้กำหนดนโยบาย
- 2) ขาดแรงจูงใจในการลงทุนของหน่วยงานภาครัฐ ที่ได้ประโยชน์ในรูปผลตอบแทนไม่มาก ในขณะที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานในเรื่องที่ไม่เคยทำมาก่อน
- 3) ทศนคติในทางลบที่มองว่านโยบายนี้ช่วยสร้างรายได้ให้กับผู้บริหารกองทุน หรือผู้ที่เกี่ยวข้อง โดยนำเงินมาจากงบประมาณ หรือเงินของภาครัฐ
- 4) ผลกระทบต่อค่าเงินและ Currency SWAP เนื่องจากกองทุนมีขนาดใหญ่ และมุ่งหวังให้เกิดผลกระทบต่อค่าเงินและ Currency SWAP จึงมีความจำเป็นที่ต้องประสานงานกับ ธปท. อย่างใกล้ชิด เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดจากการส่งออกเงินทุน ทั้งประเด็นเรื่องระยะเวลาส่งออกเงินทุน การป้องกันความเสี่ยงค่าเงินที่กระทบค่าเงิน และตลาด Currency SWAP

การศึกษานี้เป็นการศึกษาครั้งแรกของไทยที่ทำการเสนอแนะเชิงนโยบายสำหรับพัฒนากองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐ โดยทำการระบุแหล่งที่มาของเงินสำหรับจัดตั้งกองทุนอย่างชัดเจน แนวทางการลงทุนในต่างประเทศ พร้อมตัวอย่างตราสารสำหรับการลงทุนพร้อมข้อกำหนดเรื่องความเสี่ยง ทำการเสนอรูปแบบกองทุนเพื่อการลงทุนระหว่างประเทศของรัฐรูปแบบหนึ่ง เพื่อใช้วิเคราะห์ข้อดีข้อเสีย ได้เห็นประโยชน์/ข้อจำกัด อย่างไรก็ตาม เพื่อให้การศึกษาในเรื่องนี้มีความสมบูรณ์ มีความเห็นว่าควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นดังต่อไปนี้

1. ความเหมาะสมของการจัดตั้งและรูปแบบของกองทุนกลางบริหารทรัพย์สินของรัฐวิสาหกิจ (ลักษณะคล้าย Temasek ของสิงคโปร์ ซึ่งไม่จำกัดการลงทุน ทำได้ทั้งในประเทศและต่างประเทศ และมีการลงทุนระยะยาว มุ่งผลตอบแทนสูง มีการลงทุนใน Equity หรือการลงทุนโดยตรง สอดคล้องกับ วัตถุประสงค์และความพร้อมของรัฐวิสาหกิจ)

2. ความเหมาะสมของการจัดตั้งและรูปแบบของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (ที่นำเงินลงทุนมาจาก เงินทุนสำรอง)

ทั้งนี้ การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ หรือกองทุนกลางบริหารทรัพย์สินภาครัฐ (สามารถพิจารณาว่าเป็นกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติได้) สามารถนำเงินมาจากหลายแหล่ง ทั้งเงินทุนสำรอง เงินงบประมาณรัฐบาล ทรัพย์สินของกองทุนภาครัฐ ทรัพย์สินของรัฐวิสาหกิจ ระดมทุนจากภาคเอกชน (เช่น Temasek) หรือใช้หลายแหล่งร่วมกัน ทั้งนี้ ตาม 1. แหล่งที่มาของเงินไม่ได้มาจากเงินทุนสำรอง ซึ่งแหล่งที่มาของเงินย่อมส่งผลให้วัตถุประสงค์และรูปแบบการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติแตกต่างกัน

## บรรณานุกรม

- Aizaenman, Joshua and Reuven Glick. (2008). Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about Their Determinants and Governance National Bureau of Economic Research.
- Ben-Bassat, Avraham, and Daniel Gottlieb. (1992). "Optimal International Reserves and Sovereign Risk." *Journal of International Economics* 33: 345. Explains and estimates the importance of Sovereign risk and the cost of default as major determinant of the demand for international reserves.
- Best Practice for Local Government Investment Pools. GFOA. (2008).
- Busse, Matthias and Hefeker, Carsten. (April 2005). Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment HWWA Discussion Paper No. 315. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=704283>.
- Calvo, G.A., 1999, "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier" in Calvo (2005).
- Chan Kitty K., and Gemeyel Edward R., Risk Instability and the Pattern of Foreign Direct Investment in the Middle East and North Africa Region (August 2004). IMF Working Paper, WP/04/139
- Cheng William, The Return And Risk Of Foreign Direct Investment In China (Feb 27, 2009). Available at <http://www.articlesbase.com/investing-articles/the-return-and-risk-of-foreign-direct-investment-in-china-793553.html>.
- Cosset, Jean-Claude; Suret, Jean-Marc. *Journal of International Business Studies* (June 22, 1995). Available at <http://business.highbeam.com/603/article-1G1-18256349/political-risk-and-benefits-international-portfolio>

Das, Udaibir S., Yinqiu Lu, Christian Mulder, Amadou Sy (2009). Setting up Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations, Working Paper, IMF.

Deloitte & Touche Consulting ,GroupThailand ,(1999). Preliminary Prospectus Supplement

Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment: Third Edition (BD3). (1996).  
(Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development.

De Roon, Frans A., Eiling, Esther, Hillion, Pierre and Gerard, Bruno, International Portfolio Diversification: Currency, Industry and Country Effects Revisited (December 2009). EFA 2002 Berlin. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302353> or doi:10.2139/ssrn.302353

Eva Liljeblom and Anders Löflund, “Determinants of International Portfolio Investment Flows to a Small Market: Empirical Evidence”. *EFMA (2001) Lugano Meetings. Working Paper Series*

Griffin, J.M., and R.M. Stulz. (2001). International Competition and Exchange Rate Shocks: A Cross-Country Industry Analysis of Stock Returns, *Review of Financial Studies*, Vol. 14 (1), 215-241.

IMF (2006). Global Development Finance (2006). Mody and Murshid. (2002). Growing up with Capital, IMF working paper WP02/75, Celasun, Deniz and He (1999) Capital Flows, Macroeconomic Management, and Financial System in Turkey 1989-97, Policy Research Working Paper 2141.

International Monetary Fund, 1993, Balance of Payments Manual, 5th ed. (Washington).  
[www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf](http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf)

Jeanne and Renciere. (2005). Currencies Exchange Rate Currency Crisis Reserve Currency.

Keating, Giles and Stefano Natella. (2010). Global Investment Returns Yearbook 2010, Credit Suisse Research Institute.

Keller, Amy.(2009). Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition?,  
Journal of Law and Public Policy 7 List of Government Investment Pools, Standard and Poor's.

Lipsey, Robert E., “Home and Host Country Effects of FDI”, Paper for ISIT Conference on Challenges to  
Globalization, May 24 to 25, 2002

Markowitz, H.M. (March 1952)."Portfolio Selection". The Journal of Finance 7 (1): 77–91.

Mark Allen and Jaime Caruana. (2008). Sovereign Funds, Working Paper, IMF.

Mark E. Plotkin . (Yale, 2008). Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds, Law Journal Pocket  
Part.

Miller, Girard. (1998). “Investing Public Funds”, GFOA.

Mitchell Wiener. (2006). “Thailand Pension System Design Project”.

Morgan Stanley. (2010). “Sovereign Wealth Funds”, Morgan Stanley, 2010.

Pfeffer, Barbara. “FDI and International Portfolio Investment – Complement or Substitutes?”, University  
of Siegen, Aug 21, 2007.

Popovich, Andrey. (April 20, 2007) Investing in Emerging Markets: Finding Out how Political Risk  
Influences FDI in Russia. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=996414>

S, Johnson (2007), The Rise of Sovereign Wealth Funds, Finance and Development

S&P Credit Rating : Australia, Austria, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Netherlands, Norway,  
Singapore, Sweden, Switzerland, and the United Kingdom

Santis, Roberto A. De and Sarno, Lucio. (Mar, 2008) “Assessing the Benefit of International Portfolio Diversification in Bonds and Stocks”, Working Paper Series, European Central Bank, No 833.

Schneider, Friedrich and Bruno S. Frey. (1985). “Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment.” *World Development* 13(2): 161-175. Solnik, B. 2000. *International Investments*. 4<sup>th</sup> ed. Addison-Wesley.

Stephen, Jen (2007). “How big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015, Morgan Stanley

Sovereign Wealth Fund Institute. (2010). “Sovereign Wealth Fund Ranking” Available at <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, (Accessed 2 August 2010).

Swapan Sen (2010) Sovereign Wealth Funds: An Examination of the Rationle, *American Review of Political Economy*.

Tengumnuay. (1981). Household saving behavior in Thailand. *วิทยานิพนธ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*.

Truman, Edwin. (2010). *Sovereign Wealth Funds*, Peterson Institute for International Economics.

Vahter Priit, Masso Jaan. (2007). “Applied Economics Quarterly (formerly: Konjunkturpolitik)” vol. 53, issue 2, pages 165-196.

“*West Africa Rising: Will a sovereign wealth fund really help reverse Nigeria's 'oil curse'?*”, <http://www.csmonitor.com>.

Xie Ping, and Chen Chao (2009) *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*, Article, China Investment Corporation.

Y. Hu and J.Yermo. (2008). *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, Working Paper, OECD.

Yao Shujie, Sutherland Dylan, and Chen Jian. (2010). “China’s Outward FDI and Resource-Seeking Strategy: A Case Study on Chinalco and Rio Tinto”, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 17, 313–326.

กระทรวงการคลัง และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง. (2552). *ความเห็นและข้อเสนอแนะของสภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ เรื่องการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund: SWF) ของประเทศไทย*. หนังสือกระทรวงการคลัง ด่วนที่สุด ที่ กค ๑๐๐๖/๑๗๔๓ ลงวันที่ ๓ กุมภาพันธ์ ๒๕๕๒.

กองทุนประกันสังคม. (2543). *กฎกระทรวง กำหนดอัตราเงินสมทบกองทุนประกันสังคม พ.ศ. 2543*.

นันทบุรี: สำนักงานประกันสังคม

คณะทำงานเศรษฐกิจมหภาค การเงิน การคลัง สภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. “ความเห็นและข้อเสนอแนะของสภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ เรื่อง การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund) ของประเทศไทย”: สำนักงานสภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

คู่มือแนะนำการชำระภาษีอากรขององค์การปกครองส่วนท้องถิ่น: กรมสรรพากร.

ธีระ ลินเดชาร์กซ์ และปราโมทย์ ประสาทกุล. (2550). *บำนาญชราภาพ: ปัญหาในอนาคตของกองทุนประกันสังคม. การประชุมวิชาการประชากรศาสตร์แห่งชาติ: จัดโดยสมาคมนักประชากรไทย*

นิคม จันทรวิทุร. (2536). *กฎหมายประกันสังคม*. กรุงเทพฯ: หอรัตนชัยการพิมพ์.

บัณฑิต ธนชัยเศรษฐวุฒิ. (2535). *ประกันสังคม*. กรุงเทพฯ: สำนักงานประกันสังคม.

พิธีสิทธิ์ คำวนศัลป์ และคณะ. (2549). *กองทุนเพื่ออนาคต: ขนาดและการบริหารจัดการ ระยะที่ 2*.

วิสุทธิ เจตสันต์ (2551) “ข้อสังเกตต่อความเห็นและข้อเสนอแนะ เรื่อง “การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ  
ของประเทศไทย.” สภาที่ปรึกษาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ.

เว็บไซต์ธนาคารแห่งประเทศไทย. “การบริหารเงินสำรองทางการ”,

<http://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/Pages/index.aspx>

เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (สคร.). “ข้อมูลรัฐวิสาหกิจ”,

<http://www.sepo.go.th/2011-06-02-07-08-54/blog.htm>

เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ จักรพงษ์ อุชุพานันท์ กฤติกา โพธิ์ไทรย์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล และธนกฤต ฉัตรภรณ์.

(2554). *นโยบายกองทุนขนาดใหญ่ภาครัฐภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน:*

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง.

เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ จักรพงษ์ อุชุพานันท์ กฤติกา โพธิ์ไทรย์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล และกุลวีร์ วรรณพานิช.

(2552). *โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย. เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการ:*

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง.

เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษาภรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล และนนุช ตัยดีสันตวงษ์. (2549). *โครงการพัฒนา*

*ระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง: สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง.*

สมศรี ศิกษมัต. (2007). “กองทุนความมั่งคั่งของชาติ (SWF): ธนาคารแห่งประเทศไทย”.

สุจิตรา บัวไข. (2527). “พฤติกรรมกรรมการของครัวเรือนในเขตเมืองและเขตชนบทของประเทศไทย”.

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง. (2551). “ความพร้อมในการจัดตั้ง Sovereign Wealth Fund ของประเทศไทย”  
:สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง.

สุจิต ศรีประพันธ์. (2534). “การติดตามผลโครงการฝึกอบรมเจ้าหน้าที่ปฏิบัติงานบุคคลปี พ.ศ. 2534”.

นนทบุรี: สำนักงานประกันสังคม.

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2550). ผลกระทบของประโยชน์ทดแทนจากกองทุนประกันสังคมที่มีต่อฝ่ายลูกจ้าง

ฝ่ายนายจ้าง และสังคม: ศึกษาเปรียบเทียบระหว่างสถานประกอบการขนาดใหญ่กับขนาดเล็ก

(*The Impact of Social Security Benefits on Employee, Employer and Society: Studies on Large*

*and Small Firms*). กรุงเทพฯ: สถาบันทรัพยากรมนุษย์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ออมทรัพย์ ชีวพฤกษ์. (2522). ผลของการเก็บภาษีที่มีต่อการออมของประเทศไทย.

อรรถิพย์ ราษฎร์นิยม. (2532). เศรษฐศาสตร์ระหว่างประเทศเบื้องต้น. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ  
ประสานมิตร.

อาภรณ์ ชีวะเกรียงไกร. (2551) “บทความ เรื่อง ค่าเงินบาท” เว็บไซต์ของ

[http://www.apmorgan.com/ap\\_home.html](http://www.apmorgan.com/ap_home.html)



อุบลรัตน์ จันทักษ์และปานจิต นัตรไพศาล. (2552, ฉบับที่ 11 กุมภาพันธ์). การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ  
ของไทยและผลกระทบจากวิกฤตการเงินโลก. ธนาคารแห่งประเทศไทย.

อัญชลี เสรีรักษ์. (2533). ความคิดเห็นต่อผู้ให้บริการต่อการบริการของศูนย์บริการ สาธารณสุข  
ในเขตกรุงเทพมหานคร. วิทยานิพนธ์รัฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขารัฐศาสตร์บัณฑิตวิทยาลัย  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาคผนวก

คำอธิบายศัพท์สำคัญ

**The Association of Southeast Asian Nations Plus Three Countries (ASEAN+3)** เป็นองค์การความร่วมมือระหว่างประเทศของ 10 ชาติแถบภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้แก่ ประเทศไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ บรูไน ลาว พม่า กัมพูชา และอีกสามประเทศนอกกลุ่ม ASEAN ได้แก่ ญี่ปุ่น เกาหลี และจีน เพื่อผลักดันให้เกิดการจัดตั้งชุมชนเอเชียตะวันออกเฉียง และผลักดันให้เกิดความสัมพันธ์อันดีภายในประเทศกลุ่ม ASEAN และผลักดันให้เกิดชุมชน ASEAN ภายในปี 2015

**Asset-Backed Security (ABS)** เป็นกลุ่มสินค้าทางการเงินภายใต้ประเภทตราสารหนี้ (Fixed Income) ที่มีความซับซ้อนในด้านแนวคิดมากกว่าตราสารหนี้ทั่วไป โดยมีการผ่านกระบวนการ Securitization ซึ่งมีความคล้ายคลึงกับ Mortgage Back Security ต่างกันเพียงสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน โดยนำเอาสินทรัพย์ประเภทอื่นที่ไม่ใช่ อสังหาริมทรัพย์ ตัวอย่างเช่น เงินกู้ การปล่อยเช่า หนี้สินทางด้านบัตรเครดิต หรือรายได้ที่คาดว่าจะได้รับ (Account Receivable) หรือกลุ่มเงินกู้สินเชื่อรถยนต์ เป็นต้น มาค้ำประกันเพื่อให้ในการออกตราสารหนี้ สามารถอ่านรายละเอียดได้ใน Securitization และ Mortgage Backed Securitization (MBS)

**Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX)** เป็นดัชนีที่แสดงผลความเสี่ยงที่เกิดขึ้นกับตลาด โดยที่นำมาจากข้อมูล Implied Volatility ที่เกิดขึ้นภายใน 30 วันของราคาตลาดของ S&P 500 Index option ซึ่งตัวดัชนี VIX นั้นก็มีหลากหลายเพื่อให้สะท้อนความเป็นจริงของตลาดนั้น ๆ

**Closed Ended Funds** เป็นวิธีการหนึ่งของการลงทุนใน Mutual Fund โดยนักลงทุนต้องทำการซื้อขายกองทุนในช่วงเวลาที่มีการระบุไว้เท่านั้น ซึ่งค่อนข้างมีความคล่องตัวต่ำ

**Collateralized Debt Obligation Squared (CDO-Squared)** เป็นตราสารหนี้ในกลุ่มประเภทเดียวกับ CDOs แต่ CDO-Squared นั้นมีความแตกต่างตรงที่สินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันนั้นจะเป็นพวก CDOs tranche ที่แตกต่างกัน ซึ่ง CDO-Squared นั้นมีความเสี่ยงและความซับซ้อนมากกว่า CDOs ทั่วไป ปกติแล้ว CDO จะเป็นการนำเงินลงทุนก้อนใหญ่มาลงทุน โดยแบ่งเป็น Tranch ย่อย โดยแต่ละ Tranch ก็จะมีเงื่อนไขการลงทุน หรือผลตอบแทนที่แตกต่างกัน

**Collateralized Debt Obligations (CDOs)** เป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่ง (Fixed Income) ที่ผ่านการทำ Securitization ซึ่งถูกแบ่งอยู่ในประเภทเดียวกับ Asset Backed Security CDOs สำหรับเป็นตัวค้ำประกันนั้นมักจะเป็นเงินกู้อื่น ๆ ที่ไม่เกี่ยวเนื่องกับพวกเงินกู้ที่อยู่อาศัย ตัวอย่างเช่น ตราสารหนี้เอกชนที่มีการจัดอันดับสูง หรือตราสารหนี้ของกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (Emerging Market Bond) Real Estate Investment Trust (REITs) เป็นต้น

**Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)** เป็นกลุ่มตราสารหนี้ประเภทเดียวกับ Mortgage-Backed Securities (MBS) แต่แตกต่างกันตรงที่สินทรัพย์ค้ำประกันนั้นจะเป็นเงินกู้ หรือ อสังหาริมทรัพย์ของลูกค้าย่อยธุรกิจเท่านั้น ซึ่งเหมาะกับนักลงทุนด้านอสังหาริมทรัพย์ที่สนใจต่าง ๆ

**Commodity futures** เป็นสินค้าทางการเงินประเภท Future ที่อนุญาตให้มีการตกลงราคาซื้อขายสินค้าจำพวก Commodity ล่วงหน้าระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย เพื่อช่วยลดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าที่นำมาใช้อ้างอิงล่วงหน้า แต่ในปัจจุบันมักจะทำเพื่อเป็นการเก็งกำไร และแสวงหาผลประโยชน์มากกว่า ซึ่งสินค้าประเภท Commodity อาจจะเป็นสินค้าทางการเกษตรที่เราคุ้นเคย เช่น ผลผลิตทางการเกษตร ทองคำ น้ำมัน เป็นต้น

**Compound annual growth Rate (CAGR)** เป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับจากการลงทุนในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง ซึ่งได้มาจากการคำนวณจากสูตร  $CAGR = (Ending\ Value / Beginning\ Value)^{(1/No.\ of\ year)} - 1$

**Corporate credit** เป็นสัญญาข้อตกลงระหว่างสองกลุ่ม โดยให้สิทธิ์แก่กลุ่มธุรกิจในการจะได้รับบางสิ่งก่อน แล้วจึงจ่ายเงินทีหลัง ตัวอย่างเช่น Trade Finance เป็นต้น

**Credit Default Swap (CDS)** เป็นกลุ่มสินค้าด้านอนุพันธ์ที่เรียกว่า SWAP อาจจะกล่าวได้ว่า มีคุณสมบัติเสมือนเป็นหลักประกันทางด้าน Credit โดยที่มีการถ่ายเทความเสี่ยงด้านเครดิตของผู้ถูกคุ้มครองไปสู่ผู้คุ้มครอง ผู้ที่ซื้อ CDS จะได้รับสิทธิ์คุ้มครองทางด้านความเสี่ยงด้านเครดิต โดยแลกเปลี่ยนกับการจ่ายค่า premium ให้กับผู้คุ้มครอง ตัวอย่างเช่น ผู้ถูกคุ้มครองมีความเสี่ยงที่จะเกิดจากการที่ตนเองนั้นได้ออกตราสารหนี้ ผู้ถูกคุ้มครองจึงถ่ายเทความเสี่ยงของตนให้กับผู้คุ้มครอง แลกเปลี่ยนกับการจ่ายค่า Premium หากเกิดการผิดชำระหนี้เกิดขึ้น หรือการล้มละลายของผู้ถูกคุ้มครอง ผู้คุ้มครองนั้นจะต้องทำหน้าชดเชยค่าเสียหายแทนผู้ถูกคุ้มครอง

**Cross Currency Swap (CCS)** เป็นการตกลงแลกเปลี่ยนเงินต้นต่างสกุลกัน มีการจ่ายดอกเบี้ยกันในรูปแบบเงินที่ต่างกัน และคู่สัญญาต้องคืนเงินต้นเต็มจำนวนให้แก่กันเมื่อครบกำหนดสัญญา โดยมีการระบุจำนวนเงินรับและจ่ายของแต่ละสกุลเงิน และกำหนดเวลาที่แน่นอน อาจมีสถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการแลกเปลี่ยนหรืออาจเป็นคู่สัญญาอีกด้านหนึ่งให้แทน มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อป้องกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนของสกุลเงินที่จะได้รับหรือจะต้องจ่ายออกไปในอนาคต CCS สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ประเภทหลัก คือ

1. การแลกเปลี่ยนทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย
2. การแลกเปลี่ยนเฉพาะเงินต้น
3. การแลกเปลี่ยนเฉพาะดอกเบี้ย

การจ่ายอัตราดอกเบี้ยของ CCS อาจทำได้หลายรูปแบบ

- การจ่ายอัตราดอกเบี้ยของทั้งสองสกุลเงินด้วยอัตราดอกเบี้ยคงที่

- การจ่ายอัตราดอกเบี้ยของทั้งสองสกุลเงินด้วยอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาด เช่น MLR
- การจ่ายอัตราดอกเบี้ยคงที่สำหรับสกุลเงินแรก และอัตราดอกเบี้ยลอยตัวสำหรับสกุลเงินที่สอง
- การจ่ายอัตราดอกเบี้ยลอยตัวสำหรับสกุลเงินแรก และอัตราดอกเบี้ยคงที่สำหรับสกุลเงินที่สอง

**Currency Forward** เป็นสินค้าอนุพันธ์ที่เป็นการตกลงซื้อขายราคาของ Currency ในอนาคต โดยได้ตกลงวันและเวลาในอนาคตด้วยกันทั้งสองฝ่าย โดย Currency เป็น Underlying asset สำหรับตัว Forward contract นั้นมีความคล้ายคลึงกับ Future forward แต่แตกต่างกันที่ Forward นั้นมีการทำซื้อขายในตลาด Over the counter market (OTC)

**Currency swap** สำหรับ currency swap นั้น อาจจะมองว่าคล้ายคลึงกับการซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากเป็นการแลกเปลี่ยนเงินต้นและดอกเบี้ยระหว่างสองกลุ่มบุคคล และกลุ่มสกุลเงิน โดยสองกลุ่มบุคคลจะทำการตกลงอัตราแลกเปลี่ยนและวันแลกเปลี่ยนในอนาคต ซึ่งสินค้าตัวนี้จะช่วยให้ผู้ซื้อขายสามารถควบคุมการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน และเงื่อนไขข้อตกลงก็ค่อนข้างไม่ตายตัวแล้วแต่บุคคลทั้งสองฝ่าย

**Derivatives** เป็นสินค้าทางการเงินประเภทหนึ่งที่มีมูลค่า หรือราคาของสินค้านั้นขึ้นอยู่กับ Underlying asset ที่ไปผูกด้วย ตัวอย่างสำหรับสินค้าในกลุ่มนี้ ได้แก่ Future, Forward, Option และ Swap เป็นต้น

**Dow Jones Industrial Average Index (DJIA)** เป็นดัชนีชี้วัดภาวะตลาดและการลงทุนของประเทศอเมริกา โดยคัดเลือกจากตราสารทุน 30 ตัวที่มีชื่อเสียงและการเติบโตอย่างมั่นคงในหลากหลายอุตสาหกรรม

**Earning Per Share growth rate (EPS)** EPS เป็นตัวบ่งชี้ถึงความสามารถที่บริษัททำกำไรได้ในแต่ละปี โดยเลขที่ EPS แสดงผลนั้นจะเป็นตัวผลกำไรที่บริษัทสามารถทำให้แก่ผู้ถือหุ้นต่อหนึ่งหุ้นซึ่งสามารถคำนวณได้จากสูตร  $EPS = (Net\ Income - Preferred\ stock\ dividend) / No.\ of\ share\ outstanding$ . สำหรับ Earning Per Share growth rate จะเป็นตัวเลขที่ต้องการเปรียบเทียบ EPS ในปีปัจจุบันกับปีก่อนหน้า โดยแสดงผลออกมาในรูปของเปอร์เซ็นต์ เพื่อที่จะบ่งบอกถึงการเจริญเติบโตของบริษัทว่ามีการเจริญเติบโตอย่างคงที่ ถดถอย หรือเพิ่มขึ้น

**Emerging markets** เป็นกลุ่มประเทศที่มีการเจริญเติบโตของประเทศในแง่ของเศรษฐกิจการลงทุน และอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นที่สนใจของนักลงทุนที่จะเข้ามาลงทุน ตัวอย่างเช่น แถบประเทศเอเชีย เป็นต้น

**Equity** เป็นประเภทของสินค้าทางการเงิน ที่คนมักรู้จักกันในนาม ตราสารทุน นักลงทุนผู้เป็นเจ้าของสินทรัพย์ประเภทนี้จะได้รับสิทธิ์เสมือนเป็นเจ้าของบริษัท ตัวอย่าง สินค้าประเภทนี้ ได้แก่ Common stock, Preferred stock

**Equity Index Futures** เป็นสินค้าทางการเงินประเภท Future contract โดยมูลค่าของสินทรัพย์ได้ผูกไว้กัน ดัชนีของตลาดหุ้นต่าง ๆ ตัวอย่างเช่น MSCI Equity Indices Future ซึ่งอยู่ภายใต้ US Future Exchange of NYSE Euro next ซึ่งการลงทุนประเภทนี้

**Equity Index Options** เป็นสินค้าทางการเงินประเภท Option contract โดยมูลค่าของสินทรัพย์ได้ผูกไว้กัน ดัชนีของตลาดหุ้นต่าง ๆ ตัวอย่างเช่น Dow Jones Industrial Average Index Option (DJX) มูลค่าของ Option มาจาก Dow Jones Industrial Average Index

**Exchange Market** ตลาดการซื้อขายสินทรัพย์ด้านการเงินนั้นแบ่งเป็นสองประเภท ได้แก่ Exchange market และ Over the counter market (OTC) สำหรับตลาด Exchange market นั้นเป็นตลาดสำหรับการซื้อขายสินทรัพย์ทุกประเภทในตลาดหลักทรัพย์ โดยราคาที่ทำการซื้อขายนั้นก็อิงกับราคาตลาดที่เกิดขึ้น ตัวอย่างเช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นต้น

**Exchange Traded Fund (ETFs)** เป็นการลงทุนประเภทหนึ่งที่มีลักษณะผสมระหว่างกองทุนและตราสารทุน โดย ETFs นั้นเป็น กองทุนที่มีผู้จัดการกองทุนควบคุมและซื้อขาย โดยให้มีมูลค่าและการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับดัชนีที่ ETFs อ้างอิงอยู่ ตัวอย่างเช่น iShares MSCI Emerging Markets Index เป็นกองทุน ETFs ที่ได้อ้างอิงกับดัชนี MSCI Emerging Markets Index Exchange Traded Fund Option (ETFs Options) เป็นสินค้าทางการเงินประเภท Option contract โดยมูลค่าของสินทรัพย์ได้ผูกไว้กัน Exchange Trade Fund ตัวอย่างเช่น iShares MSCI Emerging Markets Index (EEM) เป็น option contract ซึ่งมูลค่านั้นมาจากกองทุน ETFs ที่ชื่อว่า iShares MSCI Emerging Markets Index

**Exchange Traded Notes (ETN)** เป็นสินค้าที่จัดอยู่ในประเภทตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดยผสมผสานระหว่างคุณสมบัติของตราสารหนี้ และกองทุน ETFs โดยผลตอบแทนของ ETN นั้นจะอ้างอิงจากผลประกอบการของดัชนีในตลาดที่อ้างอิงอยู่ ตัวอย่างเช่น iPath ของ Barclay Bank PLC

**Exchanged Trade Vehicles (ETVs)** เป็นการลงทุนประเภทหนึ่งที่มีมูลค่าของสินทรัพย์นั้นอ้างอิงกับ Underlying asset ตัวอื่น เพื่อเพิ่มความสะดวกให้กับนักลงทุนที่ลงทุนในกลุ่ม Future และ Commodity market เพื่อนที่จะไม่ต้องมีการแลกเปลี่ยนสินค้ากันจริง ณ วันสิ้นสุดสัญญา ETVs นั้นมีความคล้ายคลึงกับ ETFs แต่มีข้อแตกต่างกันตรงที่ ETVs นั้นมักจะเป็นรูปแบบของ Zero Coupon Note มากกว่าที่จะเป็นในรูปแบบของกองทุนเหมือน ETFs ตัวอย่าง ETFS Commodity ที่ทำการซื้อขายในประเทศ Amsterdam

**Fixed income securities** เป็นสินค้าทางการเงินชนิดหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนกับนักลงทุนโดยการจ่ายเงินเป็นงวด ๆ ตามที่ตกลงไว้ และจะจ่ายเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยเมื่อสัญญาสิ้นสุดลง ตัวอย่างเช่น พันธบัตรรัฐบาลต่าง ๆ

**Foreign exchange contract** เป็นรูปแบบของการซื้อขายเงินสกุลต่าง ๆ

**Forex Swap** เป็นสัญญาระหว่างสองฝ่ายในการแลกเปลี่ยนสกุลเงิน ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับเงินกู้ คือ ทั้งสองฝ่ายจะมีการแลกเปลี่ยนเงินตราในรูปแบบของเงินต้น และดอกเบี้ยกัน Forward เป็นสินค้าในกลุ่ม Derivatives ที่มีแนวคิดเหมือนกับการทำ Future คือ มูลค่าการซื้อขายนั้นขึ้นกับ Underlying asset ที่อ้างอิง โดยมีข้อตกลงที่แลกเปลี่ยนกันในราคา และวันเวลาในอนาคต แต่ต่างกันตรงตลาดที่ทำการซื้อขาย เนื่องจาก Forward นั้นจะทำการซื้อขายในตลาด Over the counter market แต่ Future นั้นจะทำการแลกเปลี่ยนกันในตลาด Exchange market

**Forward Contract** เป็นการทำสัญญาซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า หรือ Forward Contract เป็นทางเลือกหนึ่งที่นักลงทุนนิยมใช้กันอย่างแพร่หลาย Forward Contract คือสัญญาซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า โดยผู้ซื้อและผู้ขายทำการตกลงซื้อหรือขายเงินตราต่างประเทศสกุลใดสกุลหนึ่ง โดยกำหนดจำนวนที่แน่นอนในปัจจุบัน แต่กำหนดวันที่ส่งมอบและชำระราคากันในอนาคต ทั้งนี้ เมื่อคู่สัญญาทั้งสองฝ่ายได้ตกลงทำสัญญากันแล้ว คู่สัญญาทั้งสองฝ่ายต่างมีพันธะผูกพันต้องปฏิบัติตามข้อตกลงที่ได้กำหนดขึ้น ไม่สามารถทำผิดเงื่อนไขได้ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการชำระราคา หรือการส่งมอบสินทรัพย์ การทำสัญญา Forward เป็นการทำสัญญาซื้อขายแบบ Over-The-Counter คือเป็นสัญญาส่วนตัวระหว่างคู่ตกลงสองฝ่าย โดยอาจมีการทำสัญญาซื้อขายกันเอง ผ่านสถาบันการเงิน หรือมีสถาบันการเงินเป็นคู่สัญญาด้านหนึ่ง สามารถทำขึ้นที่ใดก็ได้ โดยไม่ต้องผ่านตลาดกลาง

**Future Contract** มีลักษณะคล้ายคลึงกับ Forward Contract คือ เป็นการทำสัญญาจะซื้อจะขายสินค้ายี่ห้อ ๓ ราคาและปริมาณที่กำหนดในเวลาปัจจุบัน แต่ทำการส่งมอบกันในอนาคต อย่างไรก็ตาม Future Contract มีลักษณะแตกต่างจาก Forward Contract หลายประการด้วยกัน

**Hedge funds** เป็นการลงทุนประเภทที่มีความเสี่ยงสูงและให้ผลตอบแทนสูงมากกว่าการลงทุนปกติมีการใช้เทคนิค และโมเดลที่มีความซับซ้อนช่วย Fund manager ในการตัดสินใจในการลงทุน

**Home Equity Line Of Credit (HELOC)** เป็นรูปแบบสินเชื่อประเภทหนึ่ง ที่เจ้าของบ้านสามารถใช้บ้านเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันในการขอยืมเงิน โดยเจ้าของบ้านมีสิทธิ์ในการเบิกถอนในวงเงินเท่ากับที่ธนาคารให้ ซึ่งส่วนใหญ่แล้วผู้กู้มักนำเงินไปใช้สำหรับ การศึกษา รักษาพยาบาล ซ่อมแซมและตกแต่งบ้าน หรือนำไปใช้สำหรับค่าใช้จ่ายประจำวัน

**Interest Rate Futures** เป็น Future contract ประเภทหนึ่งที่อนุญาตให้ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยในอนาคตได้ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนั้นอาจจะอ้างอิงจาก พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น

**Interest Rate Options** เป็น Future contract ประเภทหนึ่งที่อนุญาตให้ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยในอนาคตได้ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนั้นอาจจะอ้างอิงจาก Treasury Bond Future Treasury Note Future และ Eurodollar Future

**Mortgage Backed Securitization (MBS)** เป็นกลุ่มสินค้าทางการเงินภายใต้ประเภทตราสารหนี้ (Fixed Income) ที่มีความซับซ้อนในด้านแนวคิดมากกว่าตราสารหนี้ทั่วไป โดยมีการผ่านกระบวนการ Securitization ซึ่งมีความคล้ายคลึงกับ Asset Back Security ต่างกันเพียงสินทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน โดยนำเอาสินทรัพย์ประเภทอสังหาริมทรัพย์ ตัวอย่างเช่น เงินกู้ที่อยู่อาศัยมาค้ำประกันเพื่อให้ในการออกตราสารหนี้ สามารถอ่านรายละเอียดต่อได้ใน Securitization และ Asset Backed Securitization (ABS)

**Mutual funds** เป็นรูปแบบการลงทุนประเภทหนึ่ง โดยบริษัทเจ้าของกองทุนจะนำเงินมาจากนักลงทุน แล้วรวมเป็นกองทุนใหญ่เพื่อนำไปลงทุนตามจุดประสงค์ที่ตั้งไว้ ซึ่งเป็นทางเลือกหนึ่งให้กับนักลงทุนที่อาจจะมีเงินไม่มากแต่ต้องการมีการลงทุนที่มีความหลากหลายในประเภทสินค้าทางการเงิน Option เป็นกลุ่มสินค้าที่อยู่ในกลุ่มประเภทอนุพันธ์ โดยเป็นการตกลงซื้อขายสัญญาการซื้อขายสินทรัพย์ในอนาคต โดยมีการตกลงในเรื่องของราคาและวันทำการแลกเปลี่ยนคล้ายกับ Future และ Forward แต่แตกต่างกันตรงที่ผู้ซื้อ Option มีสิทธิ์เลือกที่จะไม่ทำตามข้อตกลงก็ได้

**Over the Counter** ตลาดการซื้อขายสินทรัพย์ด้านการเงินนั้นแบ่งเป็นสองประเภท ได้แก่ Exchange market และ Over the counter market (OTC) สำหรับตลาด Over the counter market นั้นเป็นตลาดสำหรับการซื้อขายสินทรัพย์ โดยเกิดจากการตกลงระหว่างสองฝ่าย ทั้งในแง่ของ ราคาและเงื่อนไขต่าง ๆ ซึ่งค่อนข้างมีความยืดหยุ่นมากกว่า Exchange market

**Option** คือ ข้อตกลง หรือสัญญาที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือครองในการซื้อ (Call Option) หรือขาย (Put Option) สินทรัพย์อ้างอิงที่กำหนดไว้ตามจำนวน ราคา และระยะเวลาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า การซื้อสิทธิที่จะซื้อหรือจะขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Foreign Exchange Option หรือ FX Option) เป็นอีกทางเลือกสำหรับนักลงทุนในการบริหารความเสี่ยงจากรายได้หรือค่าใช้จ่ายในสกุลเงินต่างประเทศที่กำลังจะมีการส่งมอบในอนาคต จากธุรกรรมการค้า การกู้ยืม การลงทุน และบริการระหว่างประเทศที่ได้ตกลงไว้กับคู่สัญญาแล้ว

**Pension funds** เป็นรูปแบบกองทุนที่นายจ้างจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นสวัสดิการให้กับลูกจ้างในบริษัท สำหรับหลังเกษียณอายุ โดยมีสถาบันการเงินเป็นผู้ดูแลจัดการกองทุน โดยเงินลงทุนนั้นจะมาจากนายจ้างและลูกจ้าง

**Petro dollar or Petrocurrency** เป็นเงินรายได้ที่ประเทศผู้ส่งออกน้ำมันได้รับและฝากเงินไว้กับประเทศในฝั่งตะวันตก

**Return on Equity (ROE)** เป็นตัววัดกำไรที่แต่ละบริษัทสามารถทำได้ในแต่ละปี โดยค่าของ ROE จะบอกถึงผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ โดยสามารถคำนวณได้จาก  $ROE = \text{Net Income} / \text{No of equity share}$

**Securitization** เป็นวิธีการที่ธนาคารและสถาบันการเงินใช้ในการแปรสภาพจากสินทรัพย์ที่มีความคล่องตัวต่ำ (illiquide asset) ที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก เช่น เงินกู้ต่าง ๆ ที่ปล่อยให้กับลูกค้าของสถาบันการเงิน เป็นต้น ไปสู่สินค้าทางการเงิน เช่น ตราสารหนี้ โดยใช้สินทรัพย์ที่มีความคล่องตัวต่ำเป็นตัวค้ำประกัน และทำการขายให้กับนักลงทุนที่สนใจ ส่วนผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับนั้นมาจากเงินต้นและดอกเบี้ยที่ธนาคารและสถาบันการเงินได้รับจากผู้กู้เงิน ตัวอย่างสินค้าทางการเงินที่ได้รับการทำ Securitization เช่น Asset Backed Security (ABS), Mortgage Backed Security (MBS) เป็นต้น

**Special Financial Institutions (SFIs)** เป็นองค์กรที่จัดตั้งขึ้นเพื่อช่วยให้ภาครัฐสามารถผลักดันเงินเข้าสู่ระบบผ่านการจัดการโครงการต่าง ๆ ในการพัฒนาประเทศ เพื่อให้ระบบกลไกในตลาดเงินทำงานได้ดี และอุดช่องว่างในการเข้าถึงบริการทางการเงิน ตัวอย่างเช่น โครงการธนาคารเพื่อประชาชน โครงการบ้านเอื้ออาทร โครงการประกันรายได้เกษตรกร เป็นต้น

**Single Equity Futures** เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภท Future contract ซึ่งมูลค่านั้นอ้างอิงตราสารทุนเพียงตัวเดียว ตัวอย่างเช่น PTT stock future ในประเทศไทย โดยมูลค่านั้นขึ้นอยู่กับตราสารทุน PTT

**Single Equity Options** เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภท Option contract ซึ่งมูลค่านั้นอ้างอิงตราสารทุนเพียงตัวเดียว

**Structured Products** เป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งที่มีการผสมเอาคุณสมบัติของ Derivatives ซึ่งมีความซับซ้อน และความเสี่ยงมากกว่าตราสารหนี้ปกติ ผลตอบแทนนั้นขึ้นอยู่กับ Underlying asset ที่ใช้อ้างอิง ตัวอย่างประเภทสินค้าที่อยู่ในกลุ่มนี้ คือ Exchange Traded Note

**Swap** เป็นสัญญาแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ทางการเงินระหว่างสองกลุ่ม โดยทั้งสองกลุ่มนั้นได้รับผลประโยชน์จากการแลกเปลี่ยนนี้ ตัวอย่างเช่น Currency swap, Interest rate swap

**Synthetic** เป็นการลงทุนที่ผสมผสานสินทรัพย์ทางการเงินที่มากกว่าหนึ่งชนิด เพื่อที่จะลดความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงทางราคาที่จะเกิดขึ้น

**Treasury Bonds** เป็นตราสารหนี้ระยะยาวที่รัฐบาลเป็นผู้ขาย โดยอายุส่วนใหญ่มักจะเกิน 10 ปี

**Treasury Notes** เป็นตราสารหนี้ระยะยาวที่รัฐบาลเป็นผู้ขาย โดยอายุส่วนใหญ่มักจะอยู่ในช่วง 1-10 ปี

**Treasury Bills** เป็นตราสารหนี้ระยะสั้นที่รัฐบาลเป็นผู้ขาย โดยอายุส่วนใหญ่จะไม่เกิน 1 ปี



**Underlying asset** เป็นสินทรัพย์ที่นำมาวัดค่ามาใช้อ้างอิงในสินค้าทางด้านอนุพันธ์ต่าง ๆ ตัวอย่างเช่น Oil Future contract น้ำมันเป็น Underlying asset สำหรับสินค้าทางการเงินประเภท Future

**Value at Risk (VAR)** เป็นวิธีในการหาค่าความเปลี่ยนแปลง (Volatility) ของสินทรัพย์ ต่าง ๆ ซึ่งนิยมใช้ในกลุ่มพวกสถาบันการเงิน ในการหาค่าความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในการทำการซื้อขายสินค้าทางการเงินพวกกลุ่มอนุพันธ์ต่าง ๆ ซึ่งวิธีนี้ได้นำเอาหลักการทางสถิติมาประยุกต์เพื่อประมาณการความเสียหายที่จะเกิดขึ้นจากข้อมูลในอดีต

**Warrants** เป็นสินค้าในกลุ่มอนุพันธ์ประเภทหนึ่งที่ทำให้สิทธิ์ผู้ถือในการซื้อสินทรัพย์ทางการเงินในช่วงเวลา และราคาที่ตกลงกันไว้ ซึ่งมีความคล้ายคลึงกับ Option แตกต่างกันตรงที่ Warrant นั้นได้รับการรับรองจากบริษัทเจ้าของที่ออก ส่วน Option นั้นผู้ซื้อต้องทำการติดต่อกับสถาบันการเงิน ไม่ใช่ตัวบริษัทเจ้าของหุ้น ตัวอย่างเช่น Stock warrant ผู้ซื้อจะมีสิทธิในการซื้อหุ้นในราคาและช่วงเวลาที่กำหนดไว้จากบริษัทเจ้าของหุ้น

**Yield curve** เป็นกราฟที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราดอกเบี้ยของสินค้าประเภทตราสารหนี้ที่มีวันหมดอายุแตกต่างกัน หากกราฟมีความชันมากจะบ่งบอกได้ว่าอัตราดอกเบี้ยระหว่างตราสารหนี้ที่มีระยะสั้นและระยะยาวนั้นแตกต่างกันมาก



**สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง กระทรวงการคลัง**  
**ถนนพระราม 6 แขวงสามเสนใน เขตพญาไท กรุงเทพฯ 10400**  
**โทรศัพท์ 0-2273-9020 โทรสาร 0-2273-5602**  
**[www.fpo.go.th](http://www.fpo.go.th)**