



โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย

(Globalization of Capital and Thai Capital Market)

กฤษฎา อุทยานิน
คณิศ แสงสุพรรณ
เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์
จักรพงศ์ อุชุปาละนันท์
กฤติกา โพธิ์ไทรย์
สุธี เหลืองอร่ามกุล
กุลวีร์ วรรณพานิช

รายงานฉบับสมบูรณ์
กันยายน 2552

	หน้า
สารบัญ	i
สารบัญตาราง	iv
สารบัญภาพ	v
บทสรุปผู้บริหาร	summary 1
Executive Summary	summary eng 1
1. บทนำ (Introduction)	1-1
1.1 ความสำคัญ และที่มา	1-1
1.2 วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย	1-2
1.3 ขอบเขตของโครงการวิจัย	1-2
1.4 วิธีการดำเนินการวิจัย	1-2
1.5 แผนการดำเนินการ	1-4
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	1-5
2. แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)	2-1
2.1 แนวคิดและทฤษฎีสำคัญ	2-3
2.2 การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	2-3
2.2.1 งานวิจัยในต่างประเทศ	2-3
2.2.2 งานวิจัยของไทย	2-19
2.2.3 การเปิดเสรีทางการเงินในต่างประเทศ	2-24
3. โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน แนวโน้มและความท้าทาย (Globalization of Capital : Future and Challenges)	3-1
3.1 แนวโน้มสำคัญของโลกในภาพรวม	3-1
3.1.1 การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีแนวโน้มทวีความสำคัญต่อเนื่อง	3-1
3.1.2 การเคลื่อนย้ายเงินทุนนำการค้า	3-4
3.1.3 การเพิ่มบทบาทในทางเศรษฐกิจและการส่งออกเงินทุน ของกลุ่ม Emerging East Asia	3-5

3.1.4 การเพิ่มความสำคัญของการบริหารความเสี่ยง ตราสารอนุพันธ์ และนวัตกรรมทางการเงิน	3-10
3.1.5 กระแสการเปลี่ยนแปลงของตลาดการเงินโลก	3-11
3.1.6 วิฤตการณ์การเงินและการผันผวนของเงินทุนโลกยังมีอยู่อย่างต่อเนื่อง	3-12
3.2 แนวโน้มสำคัญของตลาดทุนโลก	3-16
3.2.1 ตลาดทุนโลกเติบโตอย่างต่อเนื่องและขยายตัวอย่างก้าวกระโดดใน กลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่	3-16
3.2.2 การพัฒนาของตลาดการเงิน การเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน และการขยายตัวของเศรษฐกิจ ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุนใน ตลาดทุนโลก	3-17
3.2.3 ตลาดทุนกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่มีผลตอบแทนสูงและขยายตัวอย่าง ก้าวกระโดด	3-19
3.2.4 ศูนย์กลางทางการเงิน โลกเก่ามีบทบาทน้อยลง	3-20
3.3 แนวโน้มนักลงทุนกลุ่มสำคัญในตลาดทุนโลก	3-24
3.3.1 การเพิ่มความสำคัญของ Sovereign Wealth Funds และ Hedge Funds	3-24
3.3.2 กองทุนบำเหน็จบำนาญ	3-26
3.3.3 กองทุนรวม	3-30
3.4 แนวโน้มตราสารการเงินที่สำคัญในตลาดการเงินโลก หรือ 3 C	3-34
3.4.1 Collateralized Debt Obligations (CDOs)	3-34
3.4.2 Credit Default Swap (CDS)	3-38
3.4.3 สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities)	3-41
3.5 ความเสี่ยงจากโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน	3-46
3.5.1 ความเสี่ยงจากความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน	3-46
3.5.2 ความเสี่ยงจากสภาพคล่องท่วมท้น	3-48
3.5.3 ความเสี่ยงจากเครื่องมือทางการเงิน	3-49
3.5.4 ความเสี่ยงจากนักลงทุนขนาดใหญ่	3-50
3.5.5 ความเสี่ยงทางภูมิเศรษฐกิจ	3-51

4. โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน และแนวทางรองรับสำหรับตลาดทุนไทย	4-1
4.1 โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย	4-1
4.1.1 ตลาดทุนไทยและตลาดทุนต่างประเทศ	4-1
4.1.2 ตลาดทุนไทยและนักลงทุนต่างชาติ	4-7
4.1.3 วิเคราะห์ความอ่อนไหวของตลาดทุนไทยต่อเงินทุนโลกและตลาดทุนโลก	4-10
4.2 แนวนโยบายสำหรับตลาดทุนไทย	4-14
4.2.1 นโยบายการพัฒนาตลาดทุนไทยในปัจจุบัน	4-14
4.2.2 จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและภัยคุกคามของตลาดทุนไทย (SWOT)	4-20
4.2.3 ข้อเสนอแนะสำหรับตลาดทุนไทย	4-30
 5. บทสรุปและข้อเสนอแนะ	 5-1

ภาคผนวก

- A. เอกสารอ้างอิง
- B. แบบจำลองเศรษฐกิจและการเคลื่อนย้ายเงินทุน
- C. การพัฒนาฐานข้อมูล

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1 การลดข้อจำกัดและผ่อนคลายกฎระเบียบในประเทศต่าง ๆ	2-24
ตารางที่ 3.1 เปรียบเทียบขนาดของการค้าของกลุ่มประเทศต่างๆ ปี 1980 – 2003	3-7
ตารางที่ 3.2 การขยายตัวของเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศต่าง ๆ ในช่วงปีต่าง ๆ	3-8
ตารางที่ 3.3 เปรียบเทียบเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของกลุ่มเศรษฐกิจเอเซียตะวันออก	3-9
ตารางที่ 3.4 สถิติของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ทั้งวิกฤตสถาบันการเงินและวิกฤต ดุลการชำระเงิน ปี 1970 – 2001	3-13
ตารางที่ 3.5 ขนาดของตลาดทุนของโลก (Market Capitalization)	3-16
ตารางที่ 3.6 อัตราผลตอบแทนในดัชนี MSCI ในกลุ่มประเทศ (ร้อยละ)	3-19
ตารางที่ 3.7 ขนาดของกองทุนบำเหน็จบำนาญในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว	3-27
ตารางที่ 3.8 กองทุนบำเหน็จบำนาญที่ใหญ่ที่สุดของโลก 9 อันดับแรก	3-28
ตารางที่ 3.9 สัดส่วนการลงทุนของกองทุนบำเหน็จบำนาญประเทศต่าง ๆ	3-30
ตารางที่ 3.10 มูลค่ากองทุนรวมโลก	3-33
ตารางที่ 3.11 จำนวนสัญญาการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ แบ่งตามชนิด	3-44
ตารางที่ 3.12 จำนวนสัญญาการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ แบ่งตามสินค้า	3-44
ตารางที่ 4.1 ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินในตลาดทุน	4-4
ตารางที่ 4.2 ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ	4-7
ตารางที่ 4.3 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนสะสมของนักลงทุนต่าง ๆ กับ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ ระหว่างปี 1995 – 2008	4-9
ตารางที่ 4.4 ค่า Standard Deviation การเปลี่ยนแปลงดัชนีรายวัน และ ค่าเฉลี่ย ของค่าสหสัมพันธ์ระหว่าง SET และดัชนีประเทศต่างๆ ระหว่างปี 1991 – 2008	4-9
ตารางที่ 4.5 สรุปผลกระทบของเงินทุนโลกต่อเศรษฐกิจไทย	4-11
ตารางที่ 4.6 สรุปผลกระทบของตลาดทุนโลกและนักลงทุนต่างชาติต่อตลาดทุนไทย	4-13
ตารางที่ 4.7 ทิศทางการพัฒนาตลาดทุนไทยและความร่วมมือในระดับภูมิภาค	4-15
ตารางที่ 4.8 จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและภัยคุกคามของตลาดทุนไทย	4-20

สารบัญภาพ

	หน้า
แผนภาพที่ 2.1 กลไกส่งผ่าน	2-2
แผนภาพที่ 2.2 เงื่อนไขของการเกิดผลกระทบ	2-3
แผนภาพที่ 3.1 การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของการเคลื่อนย้ายเงินทุน	3-2
แผนภาพที่ 3.2 การลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว	3-3
แผนภาพที่ 3.3 ระดับการเชื่อมโยงทางการเงินของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา	3-4
แผนภาพที่ 3.4 สัดส่วนการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อเศรษฐกิจโลกและการค้าโลกปี 2523 – 2550 (1995 – 2007)	3-5
แผนภาพที่ 3.5 เอเชียตะวันออกเป็นกลุ่มที่ส่งออกเงินทุนสุทธิมากที่สุดในโลก	3-6
แผนภาพที่ 3.6 เปรียบเทียบดุลบัญชีเดินสะพัดประเทศต่างๆ ปี 2523-2549	3-8
แผนภาพที่ 3.7 ปริมาณการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงระหว่างปี 1989-2004	3-10
แผนภาพที่ 3.8 Derivatives Activity ; June 1998-2006	3-11
แผนภาพที่ 3.9 สัดส่วนการใช้เงินทุนของภาคเอกชนในเอเชียตะวันออกยกเว้นญี่ปุ่น ปี 1997 และ 2004	3-11
แผนภาพที่ 3.10 สถิติของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ทั้งวิกฤตสถาบันการเงินและวิกฤตดุลการชำระเงิน ปี 1970 - 2001	3-14
แผนภาพที่ 3.11 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกระหว่างปี 2001 – 2008	3-18
แผนภาพที่ 3.12 เงินทุนไหลเข้าสู่กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา	3-20
แผนภาพที่ 3.13 มูลค่า IPO ในโลก ระหว่างปี 1998 – 2007	3-21
แผนภาพที่ 3.14 มูลค่า IPO ที่ใหญ่ที่สุด 20 อันดับแรกของโลกปี 2007	3-22
แผนภาพที่ 3.15 การลงทุนข้ามชาติในภูมิภาคต่างๆ ของโลกในปี 1999	3-23
แผนภาพที่ 3.16 อัตราการเติบโตของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ	3-24
แผนภาพที่ 3.17 อัตราการเติบโตของกองทุนบริหารความเสี่ยง 2533 – 2549 (1990 – 2006)	3-25
แผนภาพที่ 3.18 สัดส่วนของ Pension funds ต่อ GDP ปี 2000 และ 2006	3-28
แผนภาพที่ 3.19 สัดส่วนการลงทุนในกองทุนรวมต่อสินทรัพย์ของคนอเมริกัน	3-31
แผนภาพที่ 3.20 สัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมในตลาดทุนสหรัฐฯ ปี 2008	3-32
แผนภาพที่ 3.21 โครงสร้างของ CDOs	3-35

แผนภาพที่ 3.22 ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาด CDO	3-36
แผนภาพที่ 3.23 มูลค่าของ CDO ที่ออกขาย ในแต่ละภูมิภาคของโลก	3-37
แผนภาพที่ 3.24 การทำธุรกรรม CDS	3-38
แผนภาพที่ 3.25 มูลค่า CDS เปรียบเทียบกับตลาดตราสารอื่นในสหรัฐอเมริกา	3-40
แผนภาพที่ 3.26 CDS แยกตามภูมิภาคและประเภทของหน่วยงาน	3-40
แผนภาพที่ 3.27 ดัชนีราคาสินค้าน้ำมัน	3-41
แผนภาพที่ 3.28 มูลค่าหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสินค้าน้ำมัน	3-45
แผนภาพที่ 4.1 ดัชนีหลักทรัพย์ของไทย (SET) และดัชนีสำคัญของโลก	4-2
ระหว่างปี 1991-2008 โดยใช้ 1991 เป็นปีฐาน	
แผนภาพที่ 4.2 Market Capitalization ของประเทศต่าง ๆ ปี 2008 (พันล้านเหรียญสหรัฐ)	4-3
แผนภาพที่ 4.3 Market Capitalization ต่อ GDP ของประเทศต่าง ๆ ปี 2008	4-3
แผนภาพที่ 4.4 ส่วนผู้ลงทุนในตลาดทุนต่อประชากรของประเทศต่าง ๆ	4-5
แผนภาพที่ 4.5 ขนาดของตลาดหลักทรัพย์และรายได้ประชาชาติของไทยเทียบกับในภูมิภาค	4-6
แผนภาพที่ 4.6 การลงทุนของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ใน SET รายเดือนสะสม (ล้านบาท)	4-8
แผนภาพที่ 4.7 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ	4-10
ใน SET รายปี (ล้านบาท)	
แผนภาพที่ 4.8 กลไกการส่งผ่านผลกระทบของปัจจัยต่างประเทศ	4-12
ต่อตลาดทุนและเศรษฐกิจไทย	

โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย
(Globalization of Capital and Thai Capital Market)

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
กระทรวงการคลัง
ถนนพระราม 6 พญาไท กรุงเทพฯ 10400
โทร 02-273-9020 www.fpo.go.th

บทสรุปผู้บริหาร (Executive Summary)

โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเป็นปรากฏการณ์ที่มีความสำคัญ และประเมินว่าจะทวีความรุนแรงและรวดเร็วยิ่งขึ้นในระยะ 5 - 10 ปีข้างหน้า จากบรรยากาศที่ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุน ทั้งข้อตกลงและความร่วมมือทางการค้าและการลงทุน ตลอดจนแนวโน้มการส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศ ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสารสนเทศ ธุรกรรมใหม่ ๆ ทางการเงิน ทั้งนี้ แนวโน้มดังกล่าวมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมในทุกระดับตั้งแต่ระดับโลก ภูมิภาคเอเชีย รวมทั้งประเทศไทย อย่างไรก็ตามยังไม่มีการศึกษาแนวทางรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสำหรับตลาดทุนไทยอย่างเป็นระบบมาก่อน

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเสนอนโยบายและแนวทางที่เหมาะสมในการรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสำหรับตลาดทุนไทย โดยสาระสำคัญมี 5 ส่วนคือ 1) การวิเคราะห์แนวโน้มและความเสี่ยงที่สำคัญของกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน 2) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตลาดทุนไทยและตลาดทุนโลก 3) การพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อใช้ประเมินผลกระทบของเงินทุนโลก ต่อเศรษฐกิจและตลาดทุนไทย 4) การวิเคราะห์โอกาสและความเสี่ยงที่สำคัญต่อตลาดทุนไทยของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน และ 5) ข้อเสนอแนะสำหรับรองรับโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน สรุปได้ดังนี้

1. ความเสี่ยงที่สำคัญจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

1.1 ความเสี่ยงจากความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน (Volatility, Reversal and Crisis Risks) จากการวิเคราะห์พบว่าความเสี่ยงและปัญหาที่สำคัญที่สุดของการเคลื่อนย้ายเงินทุนคือ ความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน จากการเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศมีระดับสูงมากขึ้น ส่งผลให้ผลกระทบทางปัจจัยเศรษฐกิจต่าง ๆ (Economic shocks) ของต่างประเทศสามารถส่งผลถึงกันได้มากขึ้นผ่านตลาดการเงิน ก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงินและเพิ่มโอกาสในการเกิดวิกฤตการเงินสูงขึ้น การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีการเคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็ว มีความผันผวนต่อเนื่อง และบ่อยครั้งที่มีการไหลออกอย่างเฉียบพลัน (Reversal) ซึ่งสร้างปัญหาให้กับตลาดการเงิน รวมทั้งเศรษฐกิจโดยรวมได้ โดยในกรณีที่รุนแรงก็เป็นสาเหตุของการเกิดวิกฤตการเงินได้โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนาที่ตลาดการเงินยังมีระดับการพัฒนาดำกว่า และพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศสูง

1.2 ความเสี่ยงจากสภาพคล่องท่วมท้น (Excessive Liquidity Risks) ความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์ที่สำคัญอีกประการคือ ความเสี่ยงจากสภาพคล่องหรือปริมาณเงินทุนโลกที่ท่วมท้น มีสาเหตุจากทรัพย์สินทางการเงินโลกและการเคลื่อนย้ายเงินทุนเติบโตอย่างมาก และท่วมท้นโลก ได้สร้างความเสี่ยงต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโลกอย่างไม่เคยมีมาก่อน ในปี 2007 อัตราขยายตัวของสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้น

ร้อยละ 18 ในขณะที่มีอัตราการขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 9.0¹ ในช่วงปี 1990 – 2006 ส่งผลให้ทรัพย์สินโลกต่อ Global GDP คิดเป็นร้อยละ 356 ในปี 2007 จากร้อยละ 120 ในปี 1980

ส่วนการเคลื่อนย้ายเงินทุน มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 19.1 ในปี 2007 ในขณะที่มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 14.6 ในช่วงปี 1990-2006 และส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อ Global GDP คิดเป็นร้อยละ 20.5 ในปี 2007 จากร้อยละ 3.7 ในปี 1980 ซึ่งปัญหาเงินทุนท่วมท้นนี้ส่งผลให้เกิดปัญหาสำคัญในประเทศต่าง ๆ คือ 1) ปัญหาสินเชื่อ การลงทุน และฟองสบู่ในราคาสินทรัพย์ (Credit, Investment and Asset Price Bubbles) 2) ปัญหาของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Problems) และ 3) ปัญหาในงบดุล (Balance-sheet Problems) ของภาคธุรกิจ

1.3 ความเสี่ยงจากเครื่องมือทางการเงิน (Financial Instrument Risks) ความเสี่ยงจากตราสารทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่ ตามกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่ทำให้เทคโนโลยีทางการเงิน มีการใช้อย่างแพร่หลาย ไปทั่วโลกอย่างรวดเร็ว สร้างประโยชน์ให้ระบบการเงินอย่างมาก ในขณะเดียวกันก็สร้างปัญหาอย่างมาก หากไม่มีความรู้ มีการทุจริต หรือกำกับดูแลอย่างไม่เหมาะสม ตราสารการเงินนี้มีส่วนสำคัญในการสร้างความเสี่ยงและส่งผลให้เกิดวิกฤต sub-prime ที่ขยายวงกว้างกลายเป็นวิกฤตการเงินโลกในที่สุด

1.4 ความเสี่ยงจากนักลงทุนขนาดใหญ่ (Large Scale Investor Risks) แนวโน้มที่สำคัญในตลาดทุนโลก คือ การเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วของนักลงทุนสถาบัน เช่น Hedge funds, Sovereign wealth funds, Pension funds และ Mutual funds และประเมินว่ากลุ่มที่เสี่ยงกว่ากลุ่มอื่นคือ Hedge funds ถึงแม้ว่า Hedge funds จะมีขนาดเพียงร้อยละ 5 ของทรัพย์สินภายใต้การบริหารของกองทุนต่าง ๆ ทั่วโลก อย่างไรก็ตาม Hedge funds มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและในปริมาณที่สูง มีการประมาณว่า มีการซื้อขายที่ระหว่างร้อยละ 30 – 50 ของปริมาณการซื้อขายต่อวัน (Daily turnover) ของ New York Stock Exchange (NYSE) และ London Stock Exchange (LSE) การลงทุนของ Hedge funds ขนาดใหญ่ สามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงินได้ โดยแนวโน้มการลงทุนของ Hedge funds ในภูมิภาคต่าง ๆ ของโลกซึ่งขยายตัวอย่างรวดเร็วและมีลักษณะเป็นการลงทุนที่เคลื่อนย้ายระหว่างตลาดอย่างรวดเร็วในปริมาณสูงเมื่อเห็นปัญหาหรือโอกาสที่ดีกว่า ก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อความมั่นคงของระบบการเงินได้ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีขนาดเล็กและมีสภาพคล่องต่ำ

1.5 ความเสี่ยงทางภูมิเศรษฐกิจ (Geo-economic Risks) ความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเกิดขึ้นทั่วโลก แต่เมื่อพิจารณาในมิติของภูมิเศรษฐกิจแล้ว พบว่าแหล่งที่มาของความเสี่ยงมีไม่เท่ากัน จากการวิเคราะห์ของ IMF (2009) ระบุว่าความเสี่ยงกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่เพิ่มขึ้นร้อยละ 50 (เทียบกับตุลาคม 2008 กับเมษายน 2009) และเป็นการปรับเพิ่มระดับความเสี่ยงมากที่สุด เมื่อเทียบกับแหล่งความเสี่ยงอื่น ต่อเสถียรภาพการเงินโลก (Risks to Global Financial Stability) และเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มเงินทุนโลก พบว่ากลุ่มประเทศเอเชียตะวันออก ทวีความสำคัญในการส่งออกเงินทุน และทวีความสำคัญในฐานะกลุ่ม

1. Compound Annual Growth Rate

ประเทศที่ขึ้นนำทิศทางการเคลื่อนย้ายเงินทุน จากสถิติกลุ่มประเทศนี้เป็นผู้ส่งออกเงินทุนสุทธิสูงที่สุดในโลก ในปี 2007 จำนวน 539 พันล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 38.8 ของการส่งออกเงินทุนสุทธิของโลก จากบทบาทที่มีความสำคัญมากของกลุ่มเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียตะวันออก ดังนั้น หากเกิดการเปลี่ยนแปลงหรือปัญหาทางการเงินหรือเศรษฐกิจขึ้นในประเทศดังกล่าว ก็อาจส่งผลกระทบต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนโลกได้ โดยเฉพาะประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคดังกล่าว อยู่ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีความเปราะบางในโครงสร้างตลาดการเงิน ความไม่สมดุลของเศรษฐกิจ จึงมีโอกาสเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจสามารถสร้างความผันผวนต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนโลกได้

2. ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนไทยและตลาดทุนโลก

2.1 ตลาดทุนไทยมีขนาดเล็ก เมื่อพิจารณาดัชนีหลักทรัพย์ไทยและดัชนีหลักทรัพย์ของโลกในระหว่างปี 1991-2008 จะเห็นได้ว่าตลอดระยะเวลา 17 ปีที่ผ่านมา ดัชนีหลักทรัพย์ไทยหดตัวลง ขณะที่ดัชนีหลักทรัพย์ในตลาดทุนต่างประเทศอื่น ๆ มีการปรับตัวสูงขึ้น กล่าวคือ ดัชนีหลักทรัพย์ไทย (SET) ณ สิ้นปี 2008 มีสัดส่วนที่ 0.68 ของดัชนีเมื่อปี 1991 ขณะที่ดัชนีหลักทรัพย์ของต่างประเทศส่วนใหญ่มีการปรับตัวสูงกว่าในปี 1991 มาก เช่น ในปี 2008 ดัชนีหลักทรัพย์ Hang Seng (HSI) ของฮ่องกง ปรับตัวสูงขึ้นจากปี 1991 กว่า 4.4 เท่า ดัชนี JKSE ของอินโดนีเซีย ปรับเพิ่ม 3.5 เท่า ดัชนี DJIA ของสหรัฐปรับเพิ่มขึ้น 3.2 เท่า ดัชนี FTSE ของอังกฤษ ปรับเพิ่มขึ้น 2.0 เท่า ดัชนี KS11 ของเกาหลีและดัชนี STI ของสิงคโปร์ ปรับเพิ่ม 1.76 เท่า มีเพียงดัชนี NIX ของญี่ปุ่นที่ปรับตัวลงเหลือ 0.38 เท่า

2.2 ตลาดทุนไทยมีขนาดเล็ก ผลกระทบที่ไม่หลากหลายและมีบทบาทน้อยในตลาดทุนโลก โดย market capitalization ของ SET มีขนาดเพียง 103.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ ขณะที่มาเลเซียมีขนาดถึง 189.1 ทั้งนี้ ประเทศไทยมีขนาดเศรษฐกิจใหญ่กว่าของประเทศมาเลเซีย และเมื่อพิจารณาบทบาทของตลาดทุนไทยเทียบกับตลาดทุนอื่น โดยใช้ MSCI Far East Ex Japan Index พบว่า น้ำหนักของ SET ในดัชนีหลักทรัพย์ระหว่างประเทศมีสัดส่วนร้อยละ 2.4 (น้ำหนักของ GDP ของไทยอยู่ที่ 3.7) ขณะที่เกาหลีใต้ ไต้หวัน และฮ่องกงมีสัดส่วนร้อยละ 23.4 18.9 และ 14.7 ตามลำดับ

สำหรับผลิตภัณฑ์นั้นประเทศไทยยังขาด Currency Futures, Currency Options, Interest Rate Futures และ Interest rate Options ในขณะที่ประเทศที่มีระดับการพัฒนาใกล้เคียงมีผลิตภัณฑ์ดังกล่าว

2.3 ตลาดทุนไทยมีความสัมพันธ์กับตลาดทุนต่างประเทศมากขึ้น จากสถิติ พบว่าการเชื่อมโยงของตลาดทุนไทยกับตลาดทุนต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะหลังช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997 เป็นต้นมา ในระหว่างปี 2000-2008 ความสัมพันธ์ของตลาดทุนไทยและตลาดทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์มากขึ้นและเป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างเห็นได้ชัด โดยเฉลี่ยค่าสหสัมพันธ์ 0.537 ช่วงหลังวิกฤต (2000- 2008) สูงขึ้นมากจากค่าเฉลี่ย 0.296 ของช่วงก่อนวิกฤต (1991 – 1996)

2.4 นักลงทุนต่างชาติช่วยสร้างเสถียรภาพตลาดทุนไทย จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างการซื้อขายสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย และ SET พบว่า

นักลงทุนต่างชาติช่วยรักษาเสถียรภาพตลาดทุนไทยมาก โดยมีการลงทุนในลักษณะ Counter-cyclical ในช่วงตลาดซบเซา ปี 1995-1996 และ 1997 – 1999 หมายถึงซื้อในเวลาที่ตลาดเป็นขาลง และลงทุนในลักษณะ Pro-cyclical ในช่วงปี 2000 – 2007 ที่ตลาดเริ่มมีการฟื้นตัว สำหรับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย มีการลงทุนในลักษณะตรงข้าม นอกจากนี้ นักลงทุนต่างชาติช่วยสร้างเสถียรภาพรายได้ให้ตลาดทุนไทย โดยปริมาณการซื้อขายไม่ผันผวนระหว่างปีต่าง ๆ นัก เมื่อเทียบกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย จึงเป็นแหล่งที่มาของเงินรายได้สำหรับตลาดทุนไทยที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพ

3. การประเมินผลกระทบของเงินทุนโลกต่อเศรษฐกิจและตลาดทุนไทย

จากการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจมหติการเคลื่อนย้ายเงินทุน เพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย ต่อระบบเศรษฐกิจ และตลาดทุน² โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2539 - ไตรมาสที่ 4 ปี 2551 พบว่า การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ ส่งผลให้ Real GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.4 โดยส่งผลให้ Real Private Investment และ Real Private Consumption ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.2 และ 0.8 ตามลำดับ โดยพบว่าเงินทุนประเภทต่าง ๆ ส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจใกล้เคียงกัน

สำหรับการประเมิน ผลกระทบ ของ DJIA, Global Dow และการซื้อสุทธิของต่างชาติ ต่อ SET ได้พัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจ แบบ single equation ใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่ปี มกราคม 2000 - ธันวาคม 2008 โดยมี 2 แบบจำลอง คือ $SET = f(DJIA, \text{การซื้อสะสมของต่างชาติ})$ และ $SET = f(\text{Global Dow}, \text{การซื้อสะสมของต่างชาติ})$ พบว่า 1. การเพิ่มขึ้น 100 จุด (หรือร้อยละ 1) ของ DJIA ส่งผลให้ SET + 5.5 จุด 2. การเพิ่มขึ้น 20 จุด (หรือร้อยละ 1) ของ Global Dow ส่งผลให้ SET + 6.3 จุด และ 3. การซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ 1 พันล้านบาท ส่งผลให้ SET + 2.3

4. โอกาสและความเสี่ยงต่อตลาดทุนไทยที่สำคัญ

โอกาสและความเสี่ยงต่อตลาดทุนไทยจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนที่สำคัญสรุปได้ดังนี้

	โอกาส	ความเสี่ยง/ภัยคุกคาม
1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน/ผู้ระดมทุน และสถาบันตัวกลาง)	1.1 ภูมิภาคเอเชียมีเงินทุนมากและมีบทบาทสำคัญในตลาดทุนโลก 1.2 การเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายและต้นทุนที่ต่ำลงของไทย	1.1 ความผันผวนของเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียและการพึ่งพามากเกินไป 1.2 สภาพคล่องท่วมท้นระบบเศรษฐกิจโลก เพิ่มปัญหาฟองสบู่ ปัญหาอัตราแลกเปลี่ยนและปัญหาภาคธุรกิจ

² ปรับปรุงจาก เวทวรงค์ พงษ์นคร โกษากรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล นงนุช ดัชนีสันติวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

	โอกาส	ความเสี่ยง/ภัยคุกคาม
1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน/ผู้ระดมทุน และสถาบันตัวกลาง)	1.3 ฐานนักลงทุนต่างชาติที่กว้างและลึกขึ้น 1.4 การเพิ่มช่องทางการลงทุนในต่างประเทศและฐานการลงทุนที่กว้างขึ้นของไทย 1.5 การเข้าถึงบริการทางการเงินในต้นทุนที่ถูกของนักลงทุนไทย และโอกาสทางธุรกิจโดยเฉพาะสถาบันตัวกลางไทย	1.3 นักลงทุนขนาดใหญ่ขึ้นและกำหนดทิศทางตลาด 1.4 การเพิ่มความเสี่ยงของนักลงทุนไทยที่ลงทุนในต่างประเทศ 1.5 การแข่งขันการให้บริการในภาคการเงินที่รุนแรง
2. ด้านผลิตภัณฑ์ใหม่	2.1 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่หลากหลายสามารถตอบสนองความต้องการนักลงทุนได้มากขึ้น และโอกาสทางธุรกิจ	2.1 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินมีความซับซ้อนมากขึ้น ผู้เกี่ยวข้องไม่มีความรู้ ปัญหาการทุจริต ปัญหาการกำกับดูแล และปัญหาการเงินกระทบในวงกว้างมากขึ้น
3. ด้านการกำกับดูแลโครงสร้างตลาดทุน ตลาดทุน และอื่น ๆ	3.1 การเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุน โดยเร่งรัดการพัฒนาบุคลากร การปรับปรุงกฎระเบียบการกำกับดูแล การใช้นโยบายที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนการประสานงานที่ดีขึ้นของหน่วยงานกำกับทั้งในและระหว่างประเทศ 3.2 เงินทุนเคลื่อนย้ายสนับสนุนการขับเคลื่อนของเศรษฐกิจและการค้า	3.1. ความผันผวนและช่องทางเกิดวิกฤตการเงินที่เพิ่มขึ้น ตลอดจนการกำกับดูแลหรือใช้นโยบายผิดพลาดจะถูกกลืนไทยจากตลาดอย่างรุนแรง 3.2 ตลาดทุนขึ้นภาคเศรษฐกิจ ปัญหาในตลาดทุนสร้างปัญหาเศรษฐกิจ/การค้า

5. ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะแบ่งเป็น 2 แนวทางคือ 1) การลดความเสี่ยงและรองรับผลกระทบทางลบ และ 2) การรุกสร้างประโยชน์ ดังนี้

แนวทางที่ 1. การลดความเสี่ยงและรองรับผลกระทบทางลบต่อตลาดทุนไทย

1) ประสานนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและตลาดทุนอย่างใกล้ชิด จากการวิเคราะห์พบว่าผลกระทบจากการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในเหตุการณ์ปกติจะกระทบกับตลาดทุนอย่างจำกัด แต่ปัญหาสำคัญในตลาดทุนเกิดจากปัญหาเศรษฐกิจและการเมืองทั้งจากในและต่างประเทศ โดยเฉพาะการใช้นโยบายเศรษฐกิจที่ผิดพลาดจะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนอย่างรุนแรง

2) จัดทำแผนจัดการสถานการณ์ฉุกเฉินสำหรับตลาดทุน และสอดคล้องกับแผนบริหารเศรษฐกิจ ภายใต้สถานการณ์ฉุกเฉิน ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ร่วมพัฒนา รวมทั้งติดตามการระงับภัยเศรษฐกิจ ตลาดทุนและเงินทุน ต่างประเทศ ร่วมกับหน่วยงานเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ปัญหาที่สำคัญที่สุดของกระแสโลกาภิวัตน์ด้าน เงินทุนคือวิกฤตการเงินและปัญหาเศรษฐกิจที่ส่งผ่านไปยังประเทศต่าง ๆ อย่างรวดเร็ว และกระทบตลาดทุน อย่างรุนแรง

3) พัฒนาแนวทางรองรับการลงทุนของกองทุนขนาดใหญ่ เนื่องจากนักลงทุนขนาดใหญ่สามารถชี้นำ ตลาดและจะเข้ามายังตลาดทุนไทยอีกมาก ในขณะที่การรองรับยังไม่มีแนวทางที่ชัดเจน จึงควรจัดทำแนวทาง รองรับที่เหมาะสม ทั้งนี้ แนวทางที่นำมาใช้ควรเป็นรูปแบบที่เอื้อกับระบบตลาด (Market Friendly Approach) เช่น การจัดทำฐานข้อมูลและการแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างหน่วยงานกำกับดูแล การแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่าง หน่วยงานกำกับกับนักลงทุนรายใหญ่และสถาบันตัวกลาง และการจำกัดปริมาณสินเชื่อสำหรับกองทุนที่มี หนี้สินสูง เป็นต้น

4) สนับสนุนการเพิ่มผลิตภัณฑทางการเงินอย่างมีลำดับขั้นตอน ทั้งนี้ ผลิตภัณฑทางการเงินบาง ประเภทมีความซับซ้อนสูง หากผู้ที่เกี่ยวข้องมีความรู้ความเข้าใจไม่เพียงพอ มีความไม่สุจริต ระบบกำกับดูแล ไม่เหมาะสม อาจจะทำให้เกิดความเสียหายในวงกว้างได้

แนวทางที่ 2. การรุกสร้างประโยชน์

1) เพิ่มการส่งเสริมนักลงทุนต่างชาติรายย่อยในภูมิภาคเอเชีย โดยอำนวยความสะดวก ประชาสัมพันธ์ให้ลงทุนในตลาดทุนไทยมากขึ้น เนื่องจากเงินทุนต่างประเทศของภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่เป็น นักลงทุนสถาบัน จากการประเมินเห็นว่าการพึ่งพานักลงทุนสถาบันต่างชาติ อาทิ Hedge Fund ที่สามารถชี้นำ ตลาดทุนและส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดทุนไทยได้ เนื่องจากเม็ดเงินลงทุนขนาดใหญ่และการลงทุนมี ลักษณะซื้อขายอย่างรวดเร็ว นักลงทุนรายย่อยเป็นกลุ่มต่างชาติมีศักยภาพ (มีชาวต่างชาติจำนวนมากอยู่ใน ประเทศไทย) จากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่การทำธุรกรรม แลกเปลี่ยนข้อมูล ผ่านอิเล็กทรอนิกส์ที่ง่าย ขึ้น ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่ลดลง และความต้องการกระจายความเสี่ยงและหาโอกาสในต่างประเทศโดยตรงที่สูงขึ้น

2) เร่งเพิ่มความร่วมมือกับประเทศในภูมิภาค เพื่อสร้างโอกาสสำหรับตลาดทุน อาทิ การร่วมทำ road show การจัดตั้ง ASEAN Common Exchange Gateway (ACE) ซึ่งเป็นการเชื่อมโยงทางอิเล็กทรอนิกส์ โดย broker ในกลุ่ม ASEAN แต่ละประเทศสามารถเข้าถึงข้อมูลได้โดยตรง การจัดตั้ง ASEAN Clearing houses เพื่อเป็นศูนย์กลางสำหรับคู่ค้าระหว่างประเทศในภูมิภาค และพัฒนา ASEAN Mutual Recognition Guidelines กำหนดมาตรฐานขั้นต่ำในการเปิดเผยข้อมูลสำหรับ Central Trading Reporting System (CTRS) เพื่อที่จะ พัฒนาความโปร่งใสหลังการซื้อขาย เป็นต้น

3) เพิ่มการประชาสัมพันธ์ตลาดทุนไทยในต่างประเทศ เนื่องจากตลาดทุนไทยมีจุดแข็งหลายจุด เช่น ราคาของหุ้นไทยต่ำกว่าภูมิภาค และตลาดทุนมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องทำให้ธุรกิจหลักทรัพย์มีการแข่งขัน

กันมากขึ้น มีปรับปรุงการให้บริการ และมีผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้เลือกเพิ่มขึ้น รวมถึงการเป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจของภูมิภาค

4) ส่งเสริมให้ประเทศไทยเป็นฐานการดำเนินการบริหารการลงทุนในต่างประเทศ ของ Hedge funds หรือกองทุนขนาดใหญ่ และเตรียมการเป็นฐานการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์กับประเทศในภูมิภาคอย่างมีลำดับขั้นตอน เพื่อเตรียมบุคลากรของไทย สร้างองค์ความรู้ ให้ประเทศไทยมีความพร้อมต่อนักลงทุนขนาดใหญ่ ยกกระดับประเทศไทยขึ้นในวงการตลาดทุนโลก และเป็นการเตรียมตัวสำหรับประเทศไทยที่จะสร้างประโยชน์จากการย้ายศูนย์กลางทางการเงินมาในแถบภูมิภาคเอเชีย

5) เพิ่มบทบาทของสถาบันตัวกลางให้สามารถขยายการให้บริการและการสร้างโอกาสจากการให้บริการในต่างประเทศมากขึ้น เช่น การให้ Universal License สถาบันตัวกลางที่มีความพร้อม เพื่อให้บริการแก่นักลงทุนที่หลากหลาย รวมถึงการพิจารณาแนวทางในการคุ้มครองสถาบันตัวกลางของไทยที่ออกไปให้บริการในต่างประเทศ ทั้งนี้การเปิดเสรีทางการเงินได้สร้างการแข่งขันที่รุนแรง ส่งผลให้สถาบันตัวกลางของไทยมีแนวโน้มรายได้ลดลงจากธุรกรรมลักษณะเดิม อาทิ ค่าธรรมเนียมจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ภาครัฐจึงควรช่วยสร้างโอกาสให้สถาบันตัวกลางไทย สามารถแข่งขันได้ จากโอกาสที่เงินทุนต่างประเทศและการลงทุนในต่างประเทศของไทยมีสูงขึ้น และมีความหลากหลาย การออกนโยบายต่าง ๆ ต้องมีการร่วมหารือกับสถาบันตัวกลางไทยและพิจารณาสนับสนุนการสร้างรายได้ของสถาบันตัวกลางไทย

6) เพิ่มความรู้ความเข้าใจการลงทุนในต่างประเทศ ตลอดจนส่งเสริมและคุ้มครองการลงทุนในต่างประเทศของนักลงทุนไทย เนื่องจากจะช่วยให้แสวงหาประโยชน์จากการเติบโตทางเศรษฐกิจในภูมิภาค รวมถึงเป็นการเพิ่มความสามารถในการกระจายความเสี่ยง (Diversification)

Executive Summary

It is foreseeable that globalization of capital would be much more significant in the next 5-10 years. This is due to conducive environment trends ranging from trade and financial agreements, financial market integration, information technology development, and financial innovations. It is unavoidable that globalization of capital would affect every economy and capital market in the world. However there is no formal research aiming to study how the globalization would affect Thai capital market and what are the proper measures to cope with such phenomena for Thai capital market.

The study aims to find appropriate policies and measures to accommodate the globalization for Thai capital market. This study comprises of 5 parts: 1) Major trends and risks from the globalization of capital, 2) The relationship between the local capital market and global capital markets, 3) Econometric model to quantify the impacts from the globalization toward local economy and capital market, 4) The analysis of opportunities and threats of Thai capital market from the globalization of capital, and 5) Recommendations for the globalization of capital for Thailand.

1. Major Trends and Risks from the Globalization of Capital

1.1 Volatility, Reversal and Crisis Risks

From evidences, the most crucial problem from the globalization of market is volatility, reversal of capital flows and financial crisis. The phenomenon has been sharply risen since 1980s and created waves of economic shocks to financial markets and real sectors across countries. Of course, volatility of capital flows and large scale capital reversal promote risks of financial crisis. This is especially true in case of economies with lesser developed capital markets and more reliance on foreign capital flows.

1.2 Excessive Liquidity Risks

Another threat from the globalization of capital is excessive liquidity in international capital markets which fueled by high growth in financial assets and high level of global capital flows. In 2007, the growth of financial assets jumped to 18% p.a. from an average of 9.0% p.a. in 1990-2006. Comparing financial assets to the world GDP, the ratio in 2007 stood at 356%, up from 120% in 1980. Excessive liquidity in international financial markets sometimes ended up with troubles such as 1. over-credit over-investment and asset price bubbles, 2. Exchange rate problems, and 3. Balance-sheet problems in private sectors.

1.3 Financial Instrument Risks

The new threat in the globalization of capital which recently revealed is financial instrument risks. New financial architecture gives much benefit for capital markets in terms of hedging, and investing. Like coin, there are always 2 sides: good and bad. Without full understanding of new instruments especially underlying risk, and not prudential supervising, utilizing new financial innovation would result in a tragedy such as the case of subprime in 2007.

1.4 Large Scale Investor Risk

Concurrent trend in global capital market is emerging of a number of large scale institutional investors like hedge funds, sovereign wealth funds, pension funds, and mutual funds. Particularly, hedge funds, asset under management all together counts for only 5% of those of all funds around the world, but their trading volume is around 30-50% of total trading volume per day in major exchanges like NYSE and LSE due to their leverage and high turnover rate. High turnover rate and high capital mobility of hedge funds seem to destabilize the capital markets, especially those small and low liquidity markets in developing world.

1.5 Geo-economic Risk

Different region has different financial risk level; some regions have higher level of risks than others. According to the study of IMF (2009), financial risks in emerging markets had increased by 50% from October 2008 to April 2009. Currently, the largest capital exporter as a group is East Asia economies which accounts for 38.8% of net capital export in 2007. Thus, the East Asia region would affect the global capital flow drastically if the region moves into economic troubles.

2. The Relationship between the Local and Global Capital Markets

2.1 Thai Capital Market is Small

Considering the Thai SET index and the world stock indices for 17 years from 1991 to 2008, we have found that the Thai SET index shrank while the world stock indices improved. The SET at the end of 2008 stood at 0.68 times of the index in 1991, while the international indices like the Hang Seng index of Hong Kong increased 4.4 times, the JKSE index up 3.5 times, the Dow Jones index of US up 3.2 times, the FTSE index of England up 2.0 times, the KS11 index of Korea and the STI of Singapore up 1.76 times. Only the Nikkei 225 index suffered from drop to 0.38 times in 2008 relative to 1991.

2.2 Low Exposure in the International Capital Market and Less Variety of Products Offered

Thai market capitalization was 103.1 billion USD at the end of 2008, while Malaysia was 189.1 billion USD, even Thailand economy was larger in size than that of Malaysia. In international capital

market front, Thailand was less significant in eyes of foreign investors which could be reflected by the weighted of Thai stock market in MSCI Far East ex Japan Index. Thai stocks was weighted 2.4%, while Korea stocks, Taiwan stocks, and Hong Kong stocks were 23.4%, 18.9%, and 14.7% , respectively. In term of financial products, Thailand still lacks of currency futures, currency options, interest rate futures and interest rate options, while these products are available in other countries' capital markets.

2.3 Thai Capital Market Integrated More with Global Capital Markets

It is evident that Thai stock market is more correlated with global stock markets, especially after the financial crisis in 1997. From our analysis, the correlation between Thai and International stock markets increased from 0.296 of 1991-1996 period to 0.537 of 2000-2008 period.

2.4 Foreign Investors Promote Stability for Thai Capital Market

According to the study of correlation between accumulated buying positions of foreign investors, institution investors, retail investors and SET index, we found that foreign investors acted as market stabilizer for Thai stock market in period of 1995-1996 and 1997-1999 as counter-cyclical investing behavior to buy while other sold out. However, in the market recovery period of 2000-2007 foreign investors started to pursue pro-cyclical trading behavior and generated incomes for market intermediaries.

3. Evaluating the Impacts of Capital Flows to Thai Economy and Capital Market

Form our econometric model of capital flow, we found that an increase in capital inflow of 3 billion USD would results in 0.4% gained in Real GDP of Thailand. Besides, the capital flow pushed real private investment and real private consumption up 3.2% and 0.8% from the baseline, respectively.

To evaluate the impact of the Dow Jones and Global Dow Jones index and accumulated buying of foreign investors toward the SET index, the single equation had been developed to quantify the extent of international markets on the local stock index with daily data of January 2000 to December 2008, 2 equations are $SET=f(\text{Dow Jones, Foreign Buy})$ and $SET=f(\text{Global Dow Jones, Foreign Buy})$. The result is that 100 points or 1% increase in Dow Jones drives up the SET index by 5.5 points (0.8%), 20 points or 1% increase in Global Dow Jones pushed up the SET index by 6.3 points (0.9%), and accumulated foreign buying position of 1 billion baht raises the SET index by 2.3 points (or 0.3%).

4. The Opportunities and Risks to the Thai Capital Market.

Opportunities and risks of capital flows from the globalization of capital to Thailand

summarized as follows.

	Opportunities.	Risks / Threats.
1. The players (investors / institutions and the financial intermediary)	1.1 Asia has more liquidity and Asia capital markets are growing in importance in the world arena. 1.2 To access to capital easier at lower cost.	1.1 Too much economic fluctuations and dependence on Asia. 1.2 Liquidity overwhelming global economy and creating asset bubble, exchange rate problems and business problems.
	1.3 Investor base was wider and deeper from foreign investors. 1.4 Broader investment channel for Thai local investors. 1.5 Access to financial services in lower cost for Thai investors and business opportunities, especially Thai financial intermediary.	1.3 Large scaled investors could create instability in capital market. 1.4 Increase the risk of Thai investors investing overseas. 1.5 Fiercer competition in the financial sector intensified.
2. The new products.	2.1 Variety of financial products to meet investors and more business opportunities.	2.1 Financial products more complex create the problems to regulatory issues and financial issues affecting the broader.
3. Regulatory structure, capital market and other capital markets.	3.1 The accelerated increase capital market development to improve regulatory procedures governing the relevant policies and better coordination of agencies, both in	3.1. High chance to create financial crisis and volatility as well as policy errors will be severely punished by the market.

	corporate and international.	
	3.2 Capital liquidity and mobility supports dynamic economy and trade.	3.2 Capital Markets create problems in economy and trade.

5. Recommendations

We would like to propose 2 frameworks to cope with the globalization of capital for Thai capital market: 1) Measures to manage risks and adverse impacts and 2) Measures to utilize benefits from the globalization.

5.1 Measures to Manage Risks and Adverse Impacts

5.1.1 Coordinating Macroeconomic Policies and Capital Market Policies Closely. The study found limited adverse impacts of foreign investors on capital markets, but major problems to capital market are mainly from economic and political factors from both domestic and international, especially unsound economic policy would rather hit capital markets severely, such the case of capital control.

5.1.2 Preparing Contingency and Emergency Plans for Capital Markets. It is recommended to develop contingency and emergency plans to handle extreme events, as well as build surveillance system for domestic and international capital markets. We see that the most critical issue of globalization of capital is the financial crisis which could pass through other countries quickly and severely affected all capital markets across the globe.

5.1.3 Developing Measures to Cope with Large Scale Investment Funds. Large scale investors could destabilize Thai capital market which has relatively small in size. It is recommended to prepare market friendly measures to handle large scale investors, such as exchanging information among the regulators and promoting dialogue among regulators, major investors and intermediary institutions. In some circumstance, measures to limit excessive borrowing of large scale investors should be exercised.

5.1.4 Promoting New Financial Products Sequentially. Now financial products are much more sophisticated than before. The products can be instruments of severe damages if related parties are unethical, insufficient of understanding and especially if supervisory system is inadequate.

5.2 Measures utilize benefits from the globalization.

5.2.1 Attracting more Asia Retail Investors. To promote retail investors in Asia investing in Thai capital market is to build up the capital market widely and deeply and is to stabilize the market. We can harvest the benefit from retail foreign investors who could now invest easily through internet trading.

5.2.2 Accelerating cooperation with countries in the region. To create market opportunities among regional peers such as a road show, creation of ASEAN Common Exchange Gateway (ACE) linked by electronics, establishment of ASEAN Clearing houses as a hub for the region, or development of ASEAN Mutual Recognition Guidelines to set a minimum standard of disclosure for Central Trading Reporting System (CTRS). All could promote efficiency in regional capital markets.

5.2.3 Better Promoting Thai Capital Market Internationally. Thai capital market has lots of strengths, such as attractive valuation of Thai shares comparing to those in the region, rather simple market structure and products and Thailand as the economic hub of the region.

5.2.4 Promoting Thailand as a Management Base for Foreign Investment Funds. Attracting foreign investment funds to set up operation in Thailand, this is to prepare Thailand in a better position to get more benefits and cope with financial world. Nonetheless, the first phase should be offshore trading of Thailand.

5.2.5 Promoting Local Intermediary Institutions to Expand Services and Go Aboard. To enhance efficiency of capital market and improve services, the universal license should be granted to competent financial Intermediary. Another way to promote intermediary is to support them to go aboard. Now the financial liberalization has created fierce competition and would result in lower fee. A way to survive is to extend services to generate more revenues or go out to other markets to grow up. The government role is to help Thai intermediary institutions.

5.2.6 Educating Local Investor on Foreign Investment and Protecting Benefit of Thai Investors in International Capital Markets. Investing aboard is the way to reap benefits in other parts of the world and to add the ability to spread risks through diversification. However, there are risks such currency risk, political risk and etc. which local investors must be aware and ready.

บทที่ 1

บทนำ

(Introduction)

1.1 ความสำคัญ และที่มา

กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน (Globalization of Capital หรือ Financial Globalization) มีความหมายอย่างกว้าง ๆ ว่าเป็นกระบวนการในการเชื่อมโยงและรวมตัวทางการเงินของโลกโดยมีเคลื่อนย้ายเงินทุน¹ หรือ International Capital Flows เป็นส่วนประกอบและเครื่องชี้อย่างหนึ่งถึงระดับการเชื่อมโยงหรือรวมตัวทางการเงินของโลก ได้ก่อให้เกิดประโยชน์ในระบบเศรษฐกิจมาก ช่วยเพิ่มแหล่งเงินทุน พัฒนาตลาดทุน ตลอดจนทำให้เศรษฐกิจขยายตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตามกระแสโลกาภิวัตน์ก็ส่งผลกระทบในทางลบด้วยเช่นกัน ดังเช่นวิกฤตเศรษฐกิจต่าง ๆ ทั่วโลก รวมทั้งในกรณีของประเทศไทยที่ทำให้เศรษฐกิจหดตัวร้อยละ 10.5 ในปี 2541 ส่งผลให้เกิดคนยากจนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว จากจำนวนผู้ยากจน 6.8 ล้านคน ในปี 2539 เป็น 9.9 ล้านคน ในปี 2541 เพิ่มขึ้นกว่า 3.1 ล้านคน หรือร้อยละ 46

โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเป็นปรากฏการณ์ที่มีความสำคัญ และประเมินว่าจะทวีความรุนแรงและรวดเร็วยิ่งขึ้นในระยะ 5 - 10 ปีข้างหน้า จากบรรยากาศที่ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุน ทั้งข้อตกลงและความร่วมมือทางการค้าและการลงทุน ตลอดจนแนวโน้มการส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศ ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสารสนเทศ ธุรกิจใหม่ ๆ ทางการเงิน ทั้งนี้ แนวโน้มดังกล่าวมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมในทุกระดับตั้งแต่ระดับโลก ภูมิภาคเอเชีย รวมทั้งประเทศไทย ตลอดจนลงไปถึงระดับครัวเรือนไทย

ประโยชน์จากโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนนั้นจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดทุนโลก พัฒนาตลาดทุนในประเทศต่าง ๆ เพิ่มความโปร่งใสและธรรมาภิบาลในตลาดทุน และเพิ่มวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแล้ว ยังส่งผลบวกต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม โดยการเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต

¹ โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน (Globalization of Capital หรือ Financial Globalization) มีความหมายอย่างกว้าง ๆ ว่าเป็นกระบวนการในการเชื่อมโยงและรวมตัวทางการเงินของโลก โดยมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนโลก (Global capital flows) เป็นส่วนประกอบและเครื่องชี้อย่างหนึ่งถึงระดับการเชื่อมโยงหรือรวมตัวทางการเงินของโลก ทั้งนี้ คำว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนโลก การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ และการเคลื่อนย้ายเงินทุน (Global capital flows, International capital flows หรือ Capital flows) ในที่นี้มีความหมายเหมือนกัน ในขณะที่ Global Capital หมายถึงเงินทุนโลก สำหรับคำว่า Global และ World ในที่นี้มีความหมายเหมือนกัน สำหรับวิธีการวัดระดับการรวมตัวทางการเงินมีหลายวิธี แต่ Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) เสนอว่าวิธี De Facto Measures based on Quantities หรือการวัดจากเงินทุนเคลื่อนย้าย เป็นวิธีวัดที่สะท้อนการรวมตัวทางการเงินที่ดีที่สุด

เพิ่มการขายตัวของเศรษฐกิจ และลดความผันผวนของการบริโภค ตลอดจนลดโอกาสในการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ สำหรับโทษที่สำคัญคือการผันผวนและวิกฤตเศรษฐกิจ

ประเทศไทยมีการเปิดประเทศเพิ่มขึ้นต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ หมายถึงประโยชน์ที่มากขึ้นแต่ในขณะเดียวกัน ย่อมรับความเสี่ยงจากเงินทุนมากขึ้น จากการศึกษาของ เวทาค์ และคณะ (2550a)² พบว่ากระแสเงินทุนโลกยังมีแนวโน้มผันผวนต่อเนื่อง และก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อประเทศไทยในทุกภาคส่วน โดยเฉพาะในตลาดทุน และในปัจจุบันยังไม่มีการศึกษาในเชิงลึกถึงความสัมพันธ์ระหว่างโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทยอย่างเป็นระบบ ตลอดจนจัดทำแนวทางการรองรับที่เหมาะสม จึงมีความจำเป็นในการศึกษาและพัฒนาแนวทางในการรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสำหรับตลาดทุนไทย

1.2 วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย

1.2.1 เพื่อหานโยบายและแนวทางที่เหมาะสมในการรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสำหรับตลาดทุนไทย

1.2.2 เพื่อวิเคราะห์และประเมินบทบาทและความสำคัญของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนต่อตลาดทุนไทย

1.2.3 เพื่อพัฒนาองค์ความรู้ด้านโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสำหรับตลาดทุนไทย

1.3 ขอบเขตของโครงการวิจัย

ศึกษาแนวโน้มกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนจากงานวิจัยในต่างประเทศ ทำการประเมินความสำคัญและความเสี่ยงจากเงินทุนโลกสำหรับตลาดทุนไทยและจัดทำข้อเสนอแนะด้านนโยบายที่เกี่ยวข้อง

1.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

1.4.1 การศึกษา รวบรวม และพัฒนาฐานข้อมูล เป็นการรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ ทั้งข้อมูลจากการวิจัย บทความทางวิชาการที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนข้อมูลสำหรับประกอบในการพัฒนาแบบจำลอง

1.4.2 การวิเคราะห์และประเมินผลกระทบเงินทุนเคลื่อนย้าย

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศต่อระบบเศรษฐกิจมีหลายรูปแบบ แนวทางหนึ่งในการใช้ประเมินผลกระทบและความเสี่ยงจากการเคลื่อนย้ายเงินทุน คือ การพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งในการพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนมีหลายวิธี

² เวทาค์ พ่วงทรัพย์ และคณะ (2550a) “ร่างแผนรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (2550)”, คณะนักวิจัยสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

แต่สำหรับการศึกษานี้ใช้วิธีทางเศรษฐมิติโดยพัฒนาแบบจำลองขนาดปานกลางที่สะดวกในการใช้ทำ simulation ผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดทุน โดยเลือกประยุกต์พัฒนาแบบจำลองขนาดกลางโดยประยุกต์และปรับปรุงแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง 2549³, IMF (2006), Mody and Murshid (2002) and Celasun, Denizler and He (1999)⁴

สำหรับการประเมินผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายจะทำการพัฒนาแบบจำลองเพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย ต่อระบบเศรษฐกิจ และตลาดทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2539 - ไตรมาสที่ 4 ปี 2551

3) การจัดทำแนวทางรองรับโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสำหรับตลาดทุนไทย ทำการรวบรวมข้อมูลจากการวิจัย บทความทางวิชาการ แผนแม่บทและแผนยุทธศาสตร์ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องเพื่อหาข้อเสนอแนะ และมาตรการที่เกี่ยวข้อง

³ เวทวงศ์ พงษ์ทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุธี เหลืองอร่ามกุล นงนุช ตัณฑสินดีวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

⁴ IMF (2006) Global Development Finance 2006, Mody and Murshid (2002) Growing up with Capital, IMF working paper WP02/75, Celasun, Denizler and He (1999) Capital Flows, Macroeconomic Management, and Financial System in Turkey 1989-97, Policy Research Working Paper 2141 โดยเป็นการพัฒนาระบบแบบจำลองทางเศรษฐมิติขนาดกลางที่ใช้ศึกษาผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุน

1.5 แผนการดำเนินการ

1. แผนการดำเนินงานโครงการวิจัยเรื่องโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย

เดือน	ต.ค. 51	พ.ย. 51	ธ.ค. 51	ม.ค. 52	ก.พ. 52	มี.ค. 52	เม.ษ.52	พ.ค. 52	มิ.ย. 52	ก.ค. 52	ส.ค. 52	ก.ย. 52
1. พัฒนารูข้อมูล												
1.1 รวบรวมข้อมูลจากการศึกษาที่เกี่ยวข้อง												
1.2 พัฒนารูข้อมูล												
2. วิเคราะห์และประเมินความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนต่อตลาดทุน												
2.1 ระบุปัจจัยเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์												
2.2 วิเคราะห์ความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์												
3. จัดทำแนวทางการรองรับความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์												
3.1 จัดทำแนวทางการรองรับกระแสโลกาภิวัตน์												
3.2 นำเสนอผลการศึกษาเบื้องต้นและระดมความเห็น												
3.3 จัดทำข้อสรุป												
4. นำเสนอรายงานฉบับสมบูรณ์												
5. การส่งมอบงานวิจัย												
5.1 รายงานความคืบหน้าครั้งที่ 1												
5.2 รายงานความคืบหน้าครั้งที่ 2												
5.3 ร่างรายงานฉบับสมบูรณ์												
5.4 รายงานฉบับสมบูรณ์												

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.6.1 กระทรวงการคลังและผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจมีแนวทางที่เหมาะสมในการจัดทำนโยบายรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสำหรับตลาดทุนไทย

1.6.2 ความรู้ความเข้าใจในบทบาทและความสำคัญของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนต่อตลาดทุนไทย

1.6.3 มุ่งองค์ความรู้ด้านกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย

บทที่ 2

แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

(Literature Review)

2.1 แนวคิดและทฤษฎีสำคัญ

มีหลายทฤษฎีอธิบายการเชื่อมโยงกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนกับเศรษฐกิจรวมทั้งตลาดทุน งานวิจัยหนึ่งที่สำคัญคือ Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) ที่ได้สรุปการศึกษาสำคัญที่เกี่ยวข้องและได้สรุปแนวคิดหลักของผลกระทบของกระแสโลกาภิวัตน์ต่อระบบเศรษฐกิจรวมทั้งตลาดทุน สาระสำคัญคือ ¹

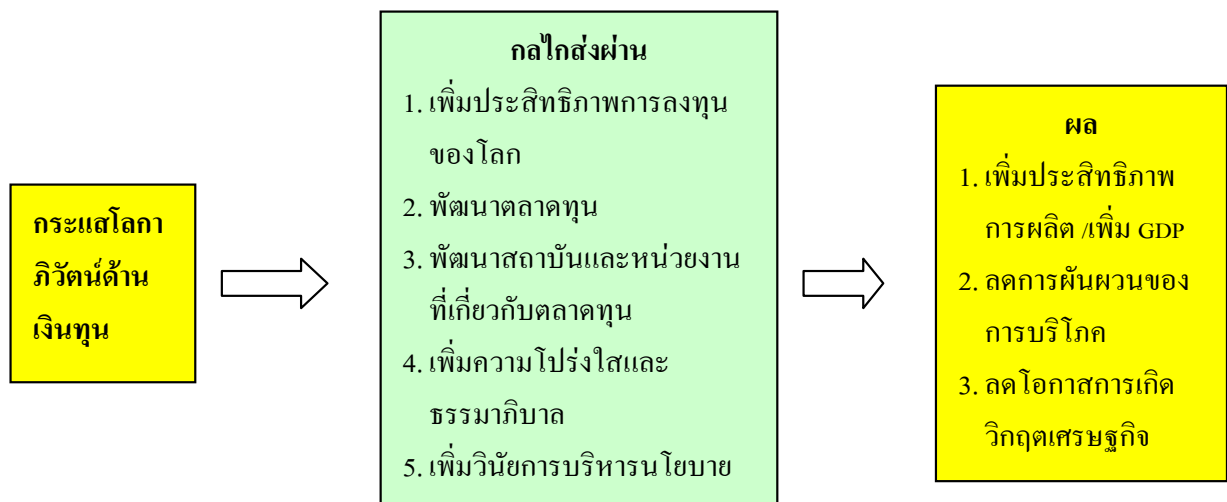
2.1.1 กลไกส่งผ่าน

กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน² จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของตลาดการเงินโลก พัฒนาตลาดการเงินในประเทศต่าง ๆ เพิ่มความโปร่งใสและธรรมาภิบาลในตลาดการเงิน ตลอดจนเพิ่มวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ และยังส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม โดยการเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต การขยายตัวของเศรษฐกิจ และลดความผันผวนของการบริโภค ตลอดจนลดโอกาสในการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังแผนภาพ ที่ 2.1

¹ ประยุกต์จาก Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) “Financial Globalization: A Reappraisal” IMF Working Paper, WP/06/189

² เงินทุนนี้สามารถแยกเป็น การลงทุนโดยตรง (Direct Investment) การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) และการลงทุนอื่น ๆ (Other Investment)

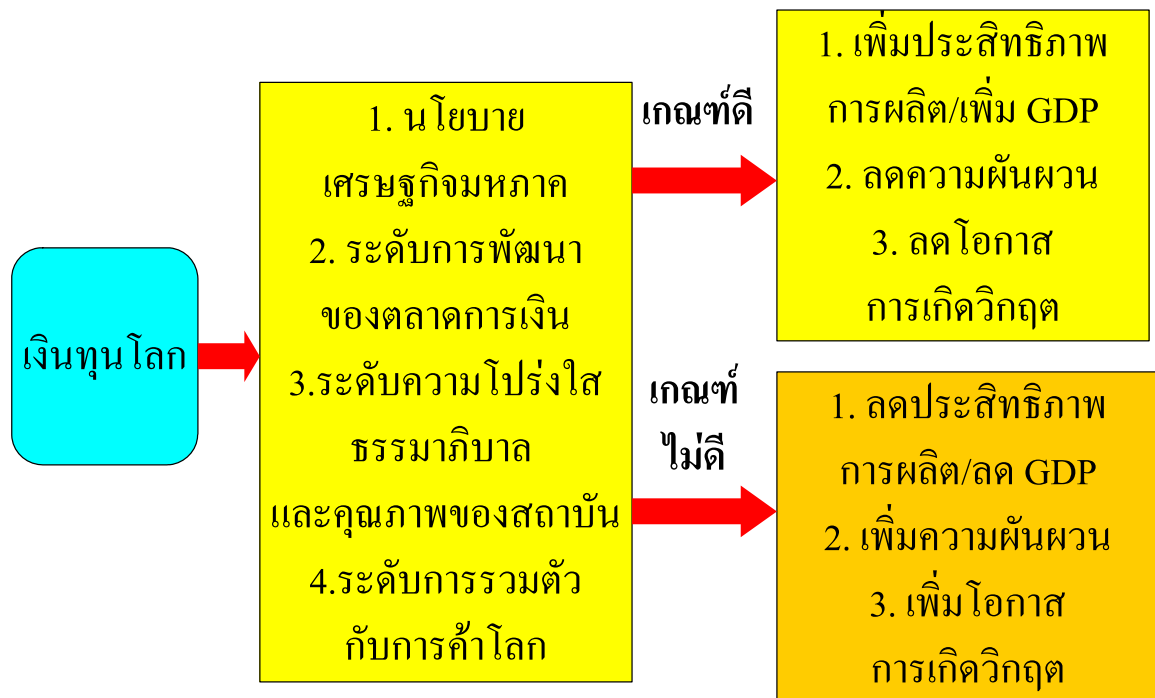
แผนภาพที่ 2.1



2.1.2 เงื่อนไขของการเกิดผลกระทบ

หากประเทศที่ได้รับผลกระทบจากกระแสโลกาภิวัตน์ โดยมีระดับการพัฒนาของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดการเงินอยู่ในระดับต่ำ ขาดความโปร่งใสและขาดธรรมาภิบาลในตลาดการเงิน ขาดวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ ตลอดจนมีระดับการรวมตัวกับตลาดการค้าโลกที่ต่ำ กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนมีแนวโน้มส่งผลกระทบในทางลบต่อประสิทธิภาพในการผลิต การขยายตัวของเศรษฐกิจและการบริโภค ตลอดจนเพิ่มโอกาสในการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ดังแผนภาพที่ 2.2

แผนภาพที่ 2.2



2.2 การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง³

2.2.1 งานวิจัยในประเทศ

1) การศึกษาโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

งานวิจัยของ Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) ซึ่งวิเคราะห์โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน (Financial globalization) มีระดับสูงขึ้นในทศวรรษที่ 21 โดยประเมินจากระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สูงขึ้น⁴

³ Globalization of Capital หรือในบางครั้งถูกเรียกว่า Financial globalization มีความหมายอย่างกว้างๆว่า เป็นกระบวนการในการเชื่อมโยงและรวมตัวทางการเงินของโลก โดยมีการเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital Flows) เป็นส่วนประกอบและเครื่องชี้อย่างหนึ่งถึงระดับการเชื่อมโยงหรือรวมตัวทางการเงินของโลก โดยการเปิดเสรีทางการเงิน (Financial Openness or Financial Liberalization) เป็นเรื่องเชิงกฎระเบียบ การผ่อนคลายการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน ในขณะที่การรวมตัวทางการเงิน (Financial integration) หมายถึงการเชื่อมโยงทางการเงิน และหรือระดับการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่มากขึ้น โดยไม่จำเป็นต้องมาจากการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ ผู้เขียน

⁴ Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) เสนอว่าการวัดระดับการรวมตัวทางการเงินมี 3 วิธี คือ 1. De Jure Measures Based on IMF indicators หรือ การวัดที่เน้นกฎระเบียบ และการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้าย 2. De Facto Measures Based on Price Differential การวัดจากระดับการรวมตัวของราคา เช่น อัตราดอกเบี้ย ผลตอบแทนของตลาดทุน และ 3. De Facto Measures based on Quantities การวัดจากเงินทุนเคลื่อนย้าย และผู้เขียน เสนอว่าวิธีวัดที่สะท้อนการรวมตัวทางการเงินที่ดีที่สุดคือการวัดโดย เงินทุนเคลื่อนย้าย

สำหรับการประเมินผลกระทบของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ระดับมหภาคสามารถแบ่งออกเป็น 3 ประเภท คือ ผลกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ Effects on Growth ผลกระทบต่อความผันผวน Effects on Volatility และการเคลื่อนไหวทิศทางเดียวกัน Co-movement โดยประโยชน์และโทษจากการรวมตัวทางการเงินขึ้นอยู่กับเงื่อนไขและระดับการพัฒนาในด้านต่าง ๆ ของแต่ละประเทศ

จุดเริ่มต้นที่สำคัญของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน คือ การผ่อนคลายกฎระเบียบที่ควบคุมตลาดเงินของประเทศ หรือที่เราเรียกกันในนามของการเปิดเสรีทางการเงิน การดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจในระยะ 20 ปีที่ผ่านมา มีแนวโน้มสนับสนุนการเปิดเสรีและการรวมตัวทางการเงินมากขึ้นซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน พบว่าการควบคุมและสร้างอุปสรรคทางการเงินให้เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ โดยจากการศึกษาของ McKinnon (1973)⁵ และ Shaw (1973)⁶ พบว่าการปิดกั้นทางการเงิน (Financial Repression) หากมีขึ้นก็จะลดความสามารถของภาคการเงินในประเทศ (Domestic financial system) ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ เนื่องจากหากมีการลดการปิดกั้นทางการเงิน เช่น การใช้กลไกตลาดเป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงซึ่งจะปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงสู่ระดับดุลยภาพ ก็จะส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ แต่หากมีการปิดกั้นทางการเงิน อาทิ การกำหนดเพดานของอัตราดอกเบี้ย (Interest rate ceiling) จะลดปริมาณการออม (Saving) การสะสมทุน (Capital accumulation) และเป็นการบั่นทอนการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficient allocation of resources) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง McKinnon (1973) ได้เน้นว่าการปิดกั้นทางการเงินอาจนำไปสู่การเกิด Dualism ขึ้น กล่าวคือ บริษัทที่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนราคาถูกที่ได้รับการช่วยเหลือ (Subsidized funding) จะสามารถใช้เทคโนโลยีที่เน้นทุน (Capital intensive technology) มากขึ้น ขณะที่บริษัทที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนราคาถูกก็จำเป็นต้องลงทุนเฉพาะโครงการที่มีผลตอบแทนสูงในระยะสั้นเท่านั้น อย่างไรก็ตาม McKinnon (1973) และ Shaw (1973) ได้ตั้งสมมติฐานว่าการเปิดเสรีจะนำไปสู่การปรับเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เนื่องจากการยกเลิกเพดานดอกเบี้ยทำให้มีการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เพื่อจูงใจในการออมให้สูงขึ้น นอกจากนี้ อีกสมมติฐานที่สำคัญ คือ การออมมีความยืดหยุ่นสูงต่ออัตราดอกเบี้ย ดังนั้น การเพิ่มผลตอบแทนของการออมจะนำไปสู่การเพิ่มระดับการออม และการลงทุนจะเพิ่มขึ้นตาม และท้ายที่สุดคือ เศรษฐกิจจะขยายตัวเพิ่มขึ้น

แนวคิดของ McKinnon (1973) และ Shaw (1973) ได้สรุปว่าการเปิดเสรีทางการเงิน โดยการยกเลิกข้อจำกัดเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยและข้อจำกัดอื่นๆ จะก่อให้เกิดผลดีต่อภาวะการเงินของตลาดและมีส่วนช่วยในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอย่างแท้จริง ซึ่งจะเพิ่มพูนประสิทธิภาพในการจัดสรร

⁵ McKinnon, Ronald L., (1973). "Money and Capital in Economic Development", Washington: The Brookings Institution.

⁶ Shaw, Edward, (1973), "Financial Deepening in Economic Development", (New York: Oxford University Press)

ทรัพยากร และจะก่อให้เกิดการเพิ่มของผลผลิตและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งการศึกษาของ Mckinnon (1973) และ Shaw (1973) ถือได้ว่าเป็นการศึกษาในยุคแรกที่น่าสนใจแนวความคิดการเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งถือได้ว่าเป็นจุดเริ่มต้นของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

หลังจากการศึกษาเกี่ยวกับการเปิดเสรีทางการเงินของ Mckinnon และ Shaw ได้มีการพัฒนาแนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเสรีทางการเงิน คือ Campbell และ Mankiw (1990)⁷ สรุปว่าไม่ใช่ทุกครัวเรือน (Household) จะสามารถเข้าถึงตลาดสินเชื่อได้ จึงทำให้มีบางครัวเรือนที่ไม่สามารถที่จะทำการบริโภค (Consumption) มีความสม่ำเสมอตลอดทุกช่วงเวลาได้ โดยสำหรับครัวเรือนที่มีข้อจำกัดด้านสภาพคล่อง (Liquidity-constraint household) การตัดสินใจเกี่ยวกับการบริโภคจะขึ้นอยู่กับรายได้ในปัจจุบัน (Current income) เป็นหลัก ดังนั้น หากสามารถลดข้อจำกัดด้านสภาพคล่องจะส่งผลโดยตรงต่อการบริโภคให้เพิ่มสูงขึ้นและลดการออมลง ทั้งนี้ ในการศึกษาของ Campbell และ Mankiw (1990) ได้จำลองครัวเรือนออกเป็น 2 ประเภทในระบบเศรษฐกิจ คือ ครัวเรือนประเภทแรกหรือ λ ซึ่งเป็นกลุ่มที่ประสบกับปัญหาการเข้าถึงตลาดสินเชื่อทำให้มีข้อจำกัดด้านสภาพคล่อง ดังนั้น การบริโภคของครัวเรือนกลุ่มดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับรายได้ในปัจจุบันโดยตรง ขณะที่ครัวเรือนอีกประเภทหรือ $1 - \lambda$ ซึ่งสามารถเข้าถึงตลาดสินเชื่อได้โดยเสรี ซึ่งช่วยให้สามารถปรับเปลี่ยนระดับการบริโภคได้ตามความต้องการ ทั้งนี้ แนวความคิดการแบ่งครัวเรือนเป็นสองประเภทของ Campbell และ Mankiw (1990) นี้ ถือได้ว่าเป็นส่วนขยายของสมมติฐานของ Mckinnon และ Shaw (1973) ที่แนวคิดได้วางสมมติฐานโดยให้ครัวเรือนทั้งหมดมีลักษณะเหมือนกันและสามารถเข้าถึงตลาดสินเชื่อภายในประเทศได้โดยเสรี

ภายหลังจากการศึกษาของ Campbell และ Mankiw (1990) พบว่า Ostry และ Reinhart (1992)⁸ ได้นำแนวความคิดการบริโภคแบบ Subsistence นี้มาใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับการเปิดเสรีทางการเงิน โดยอาศัยแนวความคิดบนพื้นฐานจาก Stone-Geary Utility function ที่กำหนดให้ Intertemporal elasticity of substitution ซึ่งเป็นตัวแทนของการตอบสนองของการบริโภคต่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ถูกกำหนดโดยรายได้ถาวร (Permanent income) และการบริโภคแบบ Subsistence ภายใต้แนวความคิดนี้ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะส่งผลต่อการตัดสินใจระดับของการบริโภคและการออมโดยประเทศที่มีครัวเรือนที่มีการบริโภคใกล้เคียงกับระดับ Subsistence consumption จะพบว่า ระดับของการบริโภคและการออมจะไม่ตอบสนองตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ไม่เพียงประเทศที่มีครัวเรือนที่มีความมั่งคั่งจะพบว่า การบริโภคจะปรับลดลงและการออมจะเพิ่มสูงขึ้น หากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้น ดังนั้น ภายใต้แนวความคิดนี้ ระดับของการออมจะเปลี่ยนแปลงไป

⁷ Campbell, Jone Y. and N. Gregory Mankiw, (1990). "Permanent Income, Current Income, and Consumption", *Journal of Business and Economic Statistics*, 8(3), 265-279

⁸ Ostry, Jonathan D., and Carmen M. Reinhart, (1992). "Private Saving and Terms of Trade Shocks: Evidence from Developing Countries", *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol.39, pp. 495-517

ตามการปรับเปลี่ยนของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเมื่อเกิดการเปิดเสรีทางการเงิน ดังนั้น ผลของการเปิดเสรีทางการเงินจะเกิดขึ้นได้หรือไม่ก็ขึ้นอยู่กับระดับรายได้ของครัวเรือนในประเทศที่ศึกษาด้วย

Schmukler และ Pablo (2001)⁹ ชี้ให้เห็นว่าโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนนั้นในปัจจุบันถือว่าไม่ใช่เรื่องใหม่ แต่รูปแบบปัจจุบันมีระดับความลึกและความกว้างมากกว่าในอดีตมาก อย่างเช่น การไหลของเงินทุน (Capital flow) ก็มีอยู่เป็นเวลานานมาแล้ว แต่หลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าปัจจุบันตลาดทุนของโลกได้เชื่อมโยงกันเป็นโลกาภิวัตน์ คือ ขนาดของการไหลเข้าออกของเงินทุนมีขนาดที่เพิ่มขึ้นจากอดีตอย่างชัดเจน และจำนวนประเทศและตลาดที่เกี่ยวข้องมีจำนวนมากขึ้น

Mundell (1999)¹⁰ ระบุว่าจุดเริ่มต้นของระบบตลาดการเงินระหว่างประเทศและก้าวไปสู่การมีโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ซึ่งเป็นผลของวิกฤตน้ำมันและการยกเลิกระบบ Bretton Woods ทั้งนี้ ปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศเชื่อมโยงกันมากขึ้น ก็มาจากความคาดหวังว่าโลกาภิวัตน์จะสร้างประโยชน์ทางเศรษฐกิจให้แก่ประเทศ อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะมีความพยายามที่จะสร้างให้การรวมตัวทางการเงินมีความสมบูรณ์มากขึ้น แต่ก็ถือว่ายังไม่สมบูรณ์ อันเนื่องมาจากโครงสร้างของตลาดทุนเฉพาะตัวในแต่ละตลาด (Market segmentation) และที่ปัจจัยเฉพาะประเทศ (Country specific bias) และความสัมพันธ์ของการให้เงินทุนในประเทศเพื่อการลงทุนในประเทศ (Correlation between domestic saving and investment) อย่างไรก็ตาม การเปิดเสรีทางการเงิน ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีในภาคการเงิน และช่องทางการให้บริการทางการเงินที่เปิดกว้างในระบบการเงินระหว่างประเทศทำให้การหันหลังกับการรวมตัวทางการเงินและโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ยากยิ่งในยุคปัจจุบัน

2) ข้อดีของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

การลดอุปสรรคทางการเงินจากการเปิดเสรีทางการเงินเป็นองค์ประกอบที่จะนำไปสู่โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน จากการศึกษาหลายชิ้นได้แสดงถึงผลดีของโลกาภิวัตน์จากการเปิดเสรีทางการเงิน อาทิ จากการศึกษาของ Mckinon (1973) และ Shaw (1973) ซึ่งเป็นการศึกษาเริ่มต้นของการรวมตัวทางการเงิน และนำไปสู่สนับสนุนแนวคิดการเปิดเสรีทางการเงินขึ้น เนื่องจากพบว่า การเปิดเสรีทางการเงินจะนำไปสู่การออมที่สูงขึ้น ซึ่งจะเป็นผลดีต่อการลงทุนและเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ยังมีการพบข้อดีของโลกาภิวัตน์จากการเปิดเสรีการเงินในด้านอื่นๆ เช่น การศึกษา Obstfeld (1998)¹¹ ได้สรุปว่าการเปิดเสรีทางการเงินจะช่วยให้ตลาดทุนระหว่างประเทศ (International capital markets) กระจายเงินออมใน

⁹ Schmukler, L. Sergio, and Zoido-Lobaton, Plabo. (2001). "Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries", World Development Report, World Bank, Chapter 5

¹⁰ Mundell, R., (1999), "A Reconsideration of the 20th Century," Nobel Lecture, Stockholm University.

¹¹ Obstfeld, O. (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", Journal of Economic Perspectives, Vol.12(4), pp.9-30

โลก (World savings) ไปในตลาดต่าง ๆ ไปได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น หรืองานของ Stulz (1999)¹² และ Mishkin (2001)¹³ ระบุว่า การเปิดเสรีทางการเงินก่อให้เกิดบรรยากาศทางเศรษฐกิจที่เป็นบวก เนื่องจากจะเป็นตัว ที่เร่งให้เกิด Transparency และ Accountability ลดการเกิด Adverse selection และ Moral hazard และยังบรรเทาปัญหาข้อจำกัดเกี่ยวกับสภาพคล่องในระบบการเงินของประเทศ นอกจากนี้ ในระดับตลาดทุนระดับประเทศ โลกาภิวัตน์จากการเปิดเสรีทางการเงินจะช่วยส่งเสริมให้ภาครัฐจัดทำนโยบายมีความโปร่งใสและมีวินัยในการจัดทำนโยบายมากขึ้น

นอกจากนี้ จากการศึกษาโดยวิธีการทางเศรษฐมิติ โดย Levine and Zervos (1998)¹⁴ พบว่าการลดการควบคุมเงินทุนไหลเข้าออกในประเทศเกิดใหม่ (Emerging markets) ช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดหุ้น (stock market liquidity) และทำให้ความผันผวน (volatility) มากขึ้นด้วย แต่โลกาภิวัตน์เป็นการเปิดเสรีที่เชื่อมโยงผู้ตลาดทุนระหว่างประเทศ (International financial market integration) มากขึ้น จะช่วยลดความผันผวนในระยะยาว นอกจากนี้ การเปิดเสรีมากขึ้นจะส่งเสริมให้มีการขยายตัวของตลาด และทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ (market capitalization) เพิ่มขึ้นด้วย

โดยสรุป ประโยชน์ที่พบโดยตรงจากโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนหรือจากการเปิดเสรีทางการเงิน จะช่วยเพิ่มความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนทั้งในระดับตลาดทุนในประเทศและระดับระหว่างประเทศ และยังช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการจัดสรรทุน (Capital allocation) มากยิ่งขึ้น จากการศึกษาหลายชิ้นก็แนะนำว่าหากต้องการได้ประโยชน์จากโลกาภิวัตน์ การดำเนินการเปิดเสรีทางการเงินอย่างรอบคอบจะช่วยให้เกิดประโยชน์จากการเปิดเสรีอย่างแท้จริง อาทิ Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2006)¹⁵ สรุปงานวิจัยว่าโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนจะสร้างประโยชน์ให้ตลาดการเงินโลก รวมทั้งสำหรับประเทศกำลังพัฒนา อย่างไรก็ตาม กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนมีแนวโน้มส่งผลกระทบในทางลบ หากประเทศที่ได้รับผลกระทบจากกระแสโลกาภิวัตน์ ยังมีระดับการพัฒนาของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนอยู่ในระดับต่ำ ขาดความโปร่งใสและขาดธรรมาภิบาลในตลาดทุน ขาดวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ ตลอดจนมีระดับการรวมตัวกับตลาดการค้าโลกที่ต่ำ การศึกษาประโยชน์และโทษของกระแสโลกาภิวัตน์ให้ความสำคัญกับระดับการพัฒนาของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงิน ตลาดทุน ธรรมาภิบาลในตลาดทุน การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ ตลอดจนมีระดับการรวมตัวกับ

¹² Stulz, R. (1999) "Globalization of Capital Markets and the Cost of Capital." Journal of Applied Corporate Finance Vol. 12(3), pp. 8-25

¹³ Mishkin, F. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries." NBER working paper No. 8087

¹⁴ Levine, Ross and Zervos, Sara (1998), "Capital Control Liberalization and Stock market Development" World Development Vol. 26, No. 7, pp. 1169-1183

¹⁵ Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) "Financial Globalization: A Reappraisal" IMF Working Paper, WP/06/189

ตลาดการค้าโลก หรือการศึกษาของ Edisoni, Klien, Ricci and Slok (2004)¹⁶ ทำการสำรวจและสรุปผลของการเปิดเสรีตลาดทุน ซึ่งผลว่าในลักษณะเดียวกับ Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) ประโยชน์และโทษของกระแสโลกาภิวัตน์ต่อตลาดทุน ขึ้นกับระดับการพัฒนาของหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดเงิน ตลาดทุน ธรรมชาติในตลาดทุน การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ ตลอดจนมีระดับการรวมตัวกับตลาดการค้าโลก

3) ข้อจำกัดของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

แม้ว่างานวิจัยหลายชิ้นจะได้ข้อสรุปที่แสดงให้เห็นว่าโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนจะนำไปสู่ผลดีต่อเศรษฐกิจ แต่ก็เป็นที่วิพากษ์วิจารณ์ถึงข้อเสียของโลกาภิวัตน์ทางการเงิน เนื่องจากโลกาภิวัตน์จะทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการวิเคราะห์ โดยเฉพาะการใช้วิเคราะห์การเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital flows) ภายใต้แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient markets) เนื่องจากพบว่าการกำจัดอุปสรรคหรือการบิดเบือนของตลาดในด้านหนึ่ง ไม่จำเป็นที่จะช่วยให้สวัสดิการสังคม (Welfare) สูงขึ้น ขณะที่ยังมีการบิดเบือนของตลาดในด้านอื่น ๆ ที่เหลืออยู่ เช่น การเปิดเสรีบัญชีทุน (Capital account liberalization) อาจจะไม่เพิ่มประสิทธิภาพของเศรษฐกิจสูงขึ้น หากยังมีการปกป้องอุตสาหกรรมทดแทนการนำเข้าในประเทศอยู่ หรือหากกลไกการปรับค่าแรงที่แท้จริงในตลาดแรงงานไม่สามารถปรับตัวได้ตามกลไกตลาดเงินทุนที่ไหลเข้ามาสู่ระบบเศรษฐกิจอาจจะไหลไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่ไม่มีความสามารถในการแข่งขันได้ (Comparative disadvantage) ซึ่งผลที่เศรษฐกิจโดยรวมได้รับอาจจะลดลงได้ ถือได้ว่าเป็นผลลัพธ์ที่ไม่ต้องการจากโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

ประเด็นเรื่องการควบคุมโลกาภิวัตน์ อาทิ การควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้ายจัดว่าเป็นประเด็นที่มีการโต้เถียงกันมาก ซึ่งในทางหนึ่ง ผู้คัดค้านได้มีการยกเหตุผลต่าง ๆ เช่น การเพิ่มประสิทธิภาพในการกระจายทุน (Harrison, Love, and McMillan, 2004)¹⁷ ความสามารถในการกระจายความเสี่ยง และวินัยตลาดที่ดีขึ้น (Li และคณะ, 2003)¹⁸ จนถึงการส่งสัญญาณลบแก่นักลงทุน (Bartolini และ Drazen, 1997a and 1997b; Edwards, 1999; Glick และ Hutchison, 2000)¹⁹ แต่ในอีกทางหนึ่ง ผู้สนับสนุนแย้งว่า การ

¹⁶ Edison, Hali J. & Klein, Michael W. & Ricci, Luca Antonio & Slok, Torsten, (2004), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," IMF Staff Papers, Palgrave Macmillan Journals, vol. 51(2), pages 2

¹⁷ Harrison, A., I. Love, and M. McMillan (2004), "Global Capital Flows and Financing Constraints." Journal of Development Economics, 75:1, pp. 269-301

¹⁸ Li, K., R. Morck, F. Yang, and B. Yeung, (2003), "Firm-Specific Variation and Openness in Emerging Markets." Review of Economics and Statistics, 86:3, pp. 658-69

¹⁹ Bartolini, L. and Drazen, A. (1997a), "Capital Account Liberalization as a Signal", American Economic Review, 87, pp. 138-154

ควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้ายเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับประเทศที่กำลังพัฒนา ซึ่งสามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการกระจายทุนได้ผ่านการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Hines, 2000)²⁰ ลดความผันผวนของวงจรเศรษฐกิจ และลดการใช้นโยบายชะลอเศรษฐกิจที่ไม่จำเป็น เพื่อการจัดการกับเงินทุนไหลออก นอกจากนี้ Legum (2002)²¹ ยังพบว่ามาตรการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้ายสามารถลดเงินทุนเก็งกำไรได้ และ Theron (1998)²² พบว่ามาตรการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยน (ซึ่งเป็นมาตรการหนึ่งในการควบคุมเงินทุนเคลื่อนย้าย) เป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจภายนอกสำหรับประเทศกำลังพัฒนา แต่อย่างไรก็ตาม วิกฤตการณ์เศรษฐกิจหลายครั้งในระยะ 40 ปีที่ผ่านมาทำให้เชื่อว่าการป้องกันอย่างมีประสิทธิภาพมีความจำเป็นอย่างยิ่ง

Stiglitz (2000)²³ ได้วิจารณ์เกี่ยวกับโลกาภิวัตน์ว่าในกรณีของการเปิดเสรีทางการเงิน ถ้าข้อมูลข่าวสารมีลักษณะไม่สมมาตร (Information asymmetry) ในตลาดการเงิน โดยเฉพาะประเทศที่มีธรรมาภิบาล (Corporate governance) และมีระบบการปกป้องทางกฎหมาย (Legal protection) ที่อ่อนแอ การเปิดเสรีทางการเงินไม่ว่าจะเป็นระดับภายในประเทศ หรือระดับระหว่างประเทศ ก็จะไม่สามารถเพิ่มสวัสดิการสังคม (Welfare) ให้สูงขึ้นได้ ยกเว้นเพียงแต่ประเทศดังกล่าวจะสามารถพัฒนาศักยภาพทางเศรษฐกิจ สร้างให้หน่วยเศรษฐกิจต่าง ๆ เข้าถึงแหล่งข้อมูลเกี่ยวกับตลาดเงิน จะช่วยให้อย่างน้อยที่สุด ประโยชน์ที่ได้รับการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้ามาจะสร้างผลผลิตส่วนเพิ่ม (Marginal products) มากกว่าค่าเสียโอกาส (Opportunity cost) ที่เกิดขึ้น

นอกจากนี้ Stiglitz (1994)²⁴ ยังได้สนับสนุนเกี่ยวกับการควบคุมโลกาภิวัตน์ เช่น การหันกลับมาใช้การควบคุมทางการเงิน (Financial repression) ในบางรูปแบบจะสามารถสร้างประโยชน์

Bartolini, L. and Drazen, A. (1997b), "When Liberal Policies Reflect External Shocks, What do We Learn?", *Journal of International Economics*, 42, pp. 249-73

Edwards, S., (1999), "How Effective Are Capital Controls?", NBER Working Paper No. 7413

Glick, R. and Hutchison, M. (2000), "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", in *Financial Crises in Emerging Markets*, R. Glick, R. Moreno and M. Spiegel, eds. Cambridge: Cambridge University Press, Chapter 2

²⁰ Hines, C. (2000), *Localisation: A Global Manifesto*, 42, pp. 517-51

²¹ Legum (2002), "It Doesn't Have to Be Like This! A New Economy for South Africa and the World", Ampersand Press

²² Theron, N. (1998) Can South Africa Afford Full Liberalization of Exchange Controls? Some Lessons from International Experience. *South African Journal of Economics*, 66 (1), pp. 47-65

²³ Stiglitz, J. (2000), "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?" *American Economic Review*, 90(1), March 2000, pp. 147-165

²⁴ Stiglitz, J. (1994), "Economic Growth Revisited," *Industrial and Corporate Change*, 3(1), pp. 65-110

ต่อเศรษฐกิจโดยรวมได้ อาทิ ช่วยให้คุณภาพโดยเฉลี่ยของสินเชื่อโดยรวมดีขึ้น เนื่องจากได้รับประโยชน์จากการควบคุมดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ การเพิ่มประโยชน์ต่อภาคธุรกิจจากการลดต้นทุนทางการเงิน หรือเร่งอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจจากการช่วยเหลือภาคธุรกิจ โดยเฉพาะอุตสาหกรรมเป้าหมาย อาทิ ภาคเศรษฐกิจที่ให้ผลตอบแทนสูง เช่น ภาคส่งออกหรือภาคที่ให้ Spillover ต่อเศรษฐกิจสูง เป็นต้น อย่างไรก็ตาม การสร้างประโยชน์ต่าง ๆ เหล่านี้จะเกิดขึ้นได้หรือไม่ ก็ยังขึ้นอยู่กับข้อจำกัดเกี่ยวกับความล่าช้าในการบริหารงานของภาครัฐ ซึ่งจะบั่นทอนความสามารถของกลไกตลาดและการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพ แม้แต่การศึกษาโลกาภิวัตน์เปิดเสรีทางการเงินในยุคแรกอย่าง Mckinon (1973) ก็ได้อธิบายว่าการควบคุมทางการเงิน (Financial repression) อาทิ การควบคุมการจัดสรรสินเชื่อ (Credit rationing) ซึ่งเป็นผลจากการแทรกแซงทางการเงินในตลาดเงินอาจจะต้องมีการนำมาใช้ เช่น หากอัตราดอกเบี้ยแท้จริงในตลาดไม่สามารถปรับตัวสู่ระดับดุลยภาพได้ก็จำเป็นต้องใช้เครื่องมือจากภาครัฐเข้าแทรกแซงกลไกตลาด เพื่อจัดสรรสินเชื่อที่กลไกตลาดไม่สามารถจัดการได้ (Non-market clearing) ให้กลับสู่ระดับดุลยภาพได้

แม้แต่การพัฒนาตลาดเงินภายในประเทศและการเปิดเสรีบัญชีทุน (Capital liberalization) ที่อนุญาตให้บริษัทไปจดทะเบียนในต่างประเทศ อาจทำให้ขนาดของตลาดเงิน ในประเทศเล็กลง (Market fragmentation) และทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายทุนออกนอกประเทศลดสภาพคล่องและทุนภายในประเทศลง ซึ่งจะเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาประเทศในอนาคต

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยหลายชิ้นได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาของงานวิจัยเหล่านั้นยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชัดเจนได้ เนื่องจากมีหลักฐานทางการวิจัยพบว่าแม้ว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายจะเป็นปัจจัยที่ส่งเสริมการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจในบางประเทศ แต่เงินทุนเคลื่อนย้ายก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในอีกหลายประเทศเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ ประเทของเงินทุนเคลื่อนย้ายก็เป็นอีกปัจจัยสำคัญที่ทำให้การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจในแต่ละประเทศนั้นมีความแตกต่างกัน

Mishra และคณะ (2001)²⁵ ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนเคลื่อนย้ายและการเติบโตของระบบเศรษฐกิจ ผู้เขียนอธิบายว่าแม้หลักฐานทางการวิจัยจะสามารถอธิบายการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้ โดยเงินทุนนั้นจะไหลไปสู่ประเทศที่ในอดีตเคยได้รับเงินทุนเป็นจำนวนมากและประเทศที่มีบรรยากาศที่เอื้ออำนวยต่อการลงทุน แต่หลักฐานทางการวิจัยที่เกี่ยวกับผลกระทบของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเคลื่อนย้ายนั้นยังมีไม่มากพอที่จะได้ข้อสรุปที่ชัดเจน

โดยทั่วไปมักพบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายมีความสำคัญต่อการลงทุนในประเทศ ผลการศึกษาเงินทุนเคลื่อนย้ายในกลุ่มประเทศแอฟริกาของผู้แต่งพบว่า ถ้ามีเงินทุนไหลเข้าสู่กลุ่มประเทศแอฟริกา

²⁵ Mishra, Deepak, Ashoka Mody, and Antu Panini Murshid. 2001. "Private Capital Flows and Growth," Finance and Development, Vol. 38(2), IMF, Washington D.C.

เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้การลงทุนในกลุ่มประเทศเหล่านี้เพิ่มขึ้นมากกว่าร้อยละ 1 อย่างไรก็ตาม การศึกษาพบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายนั้นมีผลกระทบต่อการลงทุนน้อยกว่าในอดีต โดยมีสาเหตุสำคัญมาจากองค์ประกอบของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่เปลี่ยนแปลงไปและการที่ประเทศส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะรักษาระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศให้สูงเพื่อรักษาสภาพคล่อง เพื่อป้องกันกรณีที่มีการไหลออกของเงินทุนอย่างฉับพลัน

แม้ว่าบทบาทของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนที่มีต่อการลงทุนภายในประเทศจะลดลง แต่บทบาทของเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีต่อประสิทธิภาพในการผลิตกลับพบว่าเพิ่มขึ้นจากในอดีต โดยพบว่าประเทศที่มีโครงสร้างพื้นฐานที่ดีและแรงงานมีทักษะ เช่น ประเทศมาเลเซียและไต้หวันจะได้รับประโยชน์จากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) ผ่านทางการเพิ่มขึ้นของประสิทธิภาพในการผลิตสูงกว่าประเทศอื่น ๆ เช่น ประเทศโมนาโกและอูรุกวัย

สำหรับหลักฐานทางเศรษฐมิตินั้น Borensztein และคณะ (1995)²⁶ ได้ศึกษาถึงผลกระทบของโลกาภิวัตน์จากการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนา 69 ประเทศ ระหว่างปีค.ศ. 1970-1989 พบว่าโดยทั่วไป การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศสามารถส่งเสริมการเติบโตของระบบเศรษฐกิจ และการลงทุนภายในประเทศ แต่ผลกระทบของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศต่อการเติบโตของเศรษฐกิจนั้นขึ้นอยู่กับระดับการศึกษาของแรงงาน โดยการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับประสิทธิภาพในการผลิตและการเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศที่แรงงานมีการศึกษาที่ดีกว่า และจะมีความสัมพันธ์ทางลบสำหรับประเทศที่แรงงานด้อยการศึกษา ผลการศึกษานี้ได้รับการสนับสนุนจากงานวิจัยของ Eichengreen (2001)²⁷ ที่พบว่าประสิทธิผลของโลกาภิวัตน์จากเงินทุนเคลื่อนย้ายจะมีมากกว่าในประเทศที่มีรายได้สูงกว่า

นอกจากเงินทุนเคลื่อนย้ายจะเป็นปัจจัยที่ส่งเสริมการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจแล้ว ประสิทธิภาพของเงินทุนเคลื่อนย้ายก็เป็นอีกปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจเช่นเดียวกัน Bosworth and Collins (1999)²⁸ ได้ศึกษาถึงผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายประเภทต่าง ๆ ได้แก่ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) และการลงทุนแบบอื่น ๆ ที่มีต่อการออมและการลงทุนของประเทศกำลังพัฒนา 58 ประเทศ ระหว่างปีค.ศ. 1979-1995 ผู้เขียนพบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายมีผลต่อการลงทุนมากกว่าการ

²⁶ Borensztein, Eduardo, José De Gregorio, and Jong-Wha Lee. 1995. "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?" NBER Working Paper No. 5057

²⁷ Eichengreen, Barry. 2001. "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" The World Bank Economic Review, Vol. 15(3), pp. 341-365.

²⁸ Bosworth, Barry and Susan Collins. 1999. "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment," Brookings Paper on Economic Activity: 1 Brookings Institution, pp. 143-169.

บริโภคนภายในประเทศ โดยการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ และการกู้ยืมเงินของธนาคารระหว่างประเทศนั้นมีผลต่อการลงทุนมากที่สุด ส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น พบว่ามีผลต่อการลงทุนน้อยกว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายสองประเภทแรก

นอกจากนี้ ยังพบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายจำนวนมากนั้นถูกนำมาใช้ลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และเงินทุนส่วนใหญ่จะกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่เช่น ลาตินอเมริกา และเอเชีย สำหรับองค์ประกอบของเงินทุนเคลื่อนย้ายนั้น พบว่ามีความแตกต่างจากในอดีต โดยการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศและการลงทุนในหลักทรัพย์เข้ามามีบทบาทมากขึ้นแทนการกู้ยืมเงินจากธนาคาร Eichengreen และคณะ (2003)²⁹ ได้ทำการศึกษาที่คล้ายคลึงกัน โดยศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโลกาภิวัตน์จากการเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตของระบบเศรษฐกิจใน 21 ประเทศระหว่างปี ค.ศ. 1880-1997 และสรุปว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ยากที่จะหาข้อสรุปที่แน่นอนได้ว่าโลกาภิวัตน์จากการเปิดเสรีทางการเงินนั้นส่งผลดีหรือผลเสียต่อการเติบโตของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งข้อสรุปนี้ตรงกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Eichengreen (2001)³⁰ และ Edison และคณะ (2004)³¹ อย่างไรก็ตาม พบว่าผลกระทบของการเปิดเสรีทางการเงินนั้นขึ้นอยู่กับสถานการณ์ โดยประโยชน์ของการเปิดเสรีทางการเงินต่อระบบเศรษฐกิจจะมีมากกว่าผลเสียจากการเกิดวิกฤตการเงินในกรณีที่มีเสถียรภาพทางการเงินและระบบการเงินระหว่างประเทศมีความเข้มแข็ง

4) วิกฤตการเงินกับโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

สำหรับปัญหาที่สำคัญที่จะตามมากับโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน คือ การบั่นทอนให้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจมหภาคลดลง และเพิ่มโอกาสการเกิดวิกฤตการเงิน จะเห็นได้จากการปฏิรูปภาคการเงินในลาตินอเมริกาในช่วงปี 1970 ซึ่งมีเป้าหมายที่จะลดอุปสรรคและข้อจำกัดของภาคการเงิน แต่ท้ายที่สุดก็นำไปสู่วิกฤตการเงินขึ้น (Financial crisis) ที่มีภาคเอกชนล้มละลายอย่างกว้างขวาง ภาครัฐต้องเข้าไปแทรกแซงเศรษฐกิจในทุกภาคส่วน รวมถึงการเข้ายึดธุรกิจภาคเอกชนที่ไม่สามารถดำเนินการได้ กลับไปให้ภาครัฐบริหาร และระดับการออมภายใน ประเทศลดต่ำลง จาก Diaz-Alejandro (1985)³² ทั้งนี้ จากการศึกษา Sabri(2006)³³ โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนจะเป็นตัวเร่งความผันผวนในตลาดทุนให้

²⁹ Eichengreen, Barry and David Leblang. 2003. "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?" NBER Working Paper No. 9427.

³⁰ Eichengreen, Barry. 2001. "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" The World Bank Economic Review, Vol. 15(3), pp. 341-365

³¹ Edison, Hali, Michael Klien, Luca Ricci, and Torsten Slok. 2004. "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," IMF Staff Papers, Vol. 51(2)

³² Diaz-Alejandro, Carlos, 1985. "Good-bye financial repression, hello financial crash," Journal of Development Economics, Elsevier, vol. 19(1-2), pages 1-24

³³ Sabri, R. Nidal. 2006. "Globalization and Stock Market Stability." SSRN Working paper.

เพิ่มขึ้น เป็นผลจากการที่มีการเก็งกำไรอย่างไม่มีเหตุผล และการไม่มีเสถียรภาพในตลาดใดตลาดหนึ่ง จะส่งผลกระทบต่อตลาดอื่น ๆ อย่างเสียมิได้ ท้ายที่สุดก็นำไปสู่วิกฤตการเงิน

อย่างไรก็ตาม Demirguc-Kunt และ Detriagiache (1998)³⁴ ก็ได้แนะนำว่าโอกาสจะเกิดวิกฤตการเงินภายหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินจะลดลง หากระบบสถาบัน (Institutions) ในภาคส่วนต่างๆ ได้รับการพัฒนาและมีการตรวจสอบและถ่วงดุล

นอกจากนี้ มีงานวิจัยหลายชิ้นที่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนกับวิกฤตการเงิน ซึ่งผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่าโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนมีความเกี่ยวข้องกับวิกฤตการเงินในด้านต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

(1) โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสามารถทำให้เกิดวิกฤตการเงินได้จากการที่ประเทศต้องพึ่งพาภาคต่างประเทศโดยเฉพาะเงินทุนมากขึ้น เนื่องจากประเทศที่พึ่งพาเงินทุนต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น จะมีความเสี่ยงจากการไหลย้อนกลับของเงินทุนอย่างฉับพลัน (Capital reversals หรือ Sudden stops) มากขึ้นตามไปด้วย

ในปี 1997 ประเทศไทย มาเลเซีย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเกาหลีใต้ มีเงินทุนไหลย้อนกลับ (Capital reversal) รวมเป็นจำนวน 105,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 11 ของจีดีพีรวมทั้ง 5 ประเทศ ซึ่งนับว่าเป็นการไหลย้อนกลับของเงินทุนที่มากที่สุดในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจโลก (Park, 2002)³⁵ การไหลย้อนกลับของเงินทุนต่างประเทศอย่างฉับพลันเป็นผลมาจากการขาดความเชื่อมั่นของนักลงทุน ส่งผลให้เกิดการขาดแคลนเงินทุนในระยะสั้นหรือการขาดสภาพคล่อง ซึ่งนำไปสู่การล้มละลายของระบบสถาบันการเงินและวิกฤตการเงินในที่สุด

Chang and Velasco (1999)³⁶ และ Hemming และคณะ (2003)³⁷ ได้ศึกษาถึงสาเหตุของการเกิดวิกฤตการเงินในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่และมีข้อสรุปที่สนับสนุนคำกล่าวข้างต้น โดยชี้ให้เห็นถึงความสำคัญขององค์ประกอบของเงินทุนทั้งด้านอายุการไถ่ถอน (Maturity composition) และด้านสกุลเงิน (Currency composition) ว่าเป็นสาเหตุหลักของการเกิดวิกฤต ในเอเชีย ผู้เขียนสรุปว่าประเทศที่เกิดวิกฤตการเงินต่างมีหนี้ระยะสั้นที่เป็นเงินตราต่างประเทศเป็นจำนวนมากเทียบกับสินทรัพย์ระยะสั้น

³⁴ Demirguc-Kunt, A. and E. Detriagiache. (1998) "Financial Liberalization and Financial Fragility". World Bank Working Paper

³⁵ Park, Jong H. (2002), "Globalization of Financial Markets and the Asian Crisis: Some Lessons for Third World Developing Countries," *Journal of Third World Studies*, Vol. 19(2), pp. 141-166.

³⁶ Chang, Roberto, and Andrés Velasco (1999) "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy," NBER Working Paper, No.7272

³⁷ Hemming, Richard, Michael Kell, and Axel Schimmelfennig (2003), "Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies," *IMF Occasional Paper*, No. 218

หรือเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ทำให้เมื่อนักลงทุนต่างประเทศขาดความเชื่อมั่นและดึงเงินกลับประเทศ ประเทศเหล่านี้จึงประสบกับปัญหาการขาดสภาพคล่องและกลายเป็นวิกฤตการเงินในที่สุด สาเหตุของการมีหนี้ระยะสั้นที่เป็นเงินตราต่างประเทศจำนวนมาก เนื่องจากประเทศเหล่านี้มีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงและมีการเปิดเสรีทางการเงินอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ประเทศเหล่านี้กลายเป็นแหล่งดึงดูดการลงทุน ทำให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามาเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ยังมีปัจจัยภายนอกเช่นอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ และเป็นตัวแปรสำคัญที่ก่อให้เกิดวิกฤตการเงินในประเทศเหล่านี้ด้วย (Calvo และคณะ (1996) และ Frankel and Rose (1996))³⁸

(2) โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสามารถทำให้เกิดวิกฤตการเงินได้ในกรณีที่ตลาดการเงินระหว่างประเทศมีความไม่สมบูรณ์ (Imperfections in International Financial Markets) โดยสามารถทำให้เกิดภาวะฟองสบู่ (bubbles) และการเก็งกำไรค่าเงิน (speculative attacks) ความไม่สมบูรณ์ของตลาดการเงินระหว่างประเทศนี้สามารถทำให้เกิดวิกฤตการเงินได้แม้แต่ ในประเทศที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจดี ยกตัวอย่างเช่น ในกรณีที่มีการเก็งกำไรค่าเงิน เนื่องจาก นักลงทุนมีความเชื่อว่าอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศนั้นไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งการโจมตีค่าเงินในลักษณะนี้สามารถพัฒนาไปเป็นวิกฤตการเงินได้แม้ในประเทศที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจดี

นอกจากนี้ความไม่สมบูรณ์ของตลาดการเงินระหว่างประเทศยังสามารถก่อให้เกิดปัญหา moral hazard ซึ่งส่งผลให้เกิดการกู้ยืมจากต่างประเทศมากกว่าที่ควรจะเป็น (Overborrowing Syndromes) และนำไปสู่การเกิดภาวะ credit boom และวิกฤตการเงินในที่สุด

(3) โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนสามารถทำให้เกิดวิกฤตการเงินได้โดยการส่งผ่าน shocks ระหว่างประเทศ (Contagion) ใน 3 ช่องทางได้แก่ ทางด้านการค้าระหว่างประเทศ ทางด้านการเงินระหว่างประเทศ และทาง irrational behavior, herding behavior หรือการตื่นตระหนกของนักลงทุน (Panic) Radelet and Sachs (1998)³⁹ และ Dornbusch และคณะ (2000)⁴⁰ โดยประเทศที่เกิดวิกฤตจะส่งผ่าน negative shocks ไปยังประเทศอื่น ๆ ที่มีการติดต่อเชื่อมโยงกันตามช่องทางดังกล่าว

³⁸ Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, pp. 123-139

Frankel, Jeffrey and Andrew Rose. (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Treatment," *Journal of International Economics*, Vol. 41, pp. 351-366

³⁹ Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 1-74

⁴⁰ Dornbusch, Rudiger, Yung Park, and Stijn Claessens. (2000), "Contagion: Understanding How It Spreads," *World Bank Research Observer*, No. 15, pp. 177-197

(4) โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเป็นการสนับสนุนแหล่งสินเชื่อและเงินทุนที่ไม่มีกฎระเบียบรองรับ โดยวิกฤตการเงินในประเทศสหรัฐในปีค.ศ. 2008 ที่ได้ลุกลามกลายเป็นวิกฤตการเงินของโลก ได้ชี้ให้เห็นแล้วว่ากระแสโลกาภิวัตน์สามารถก่อให้เกิดวิกฤตทางการเงินได้แม้แต่ในประเทศที่มีความก้าวหน้าในการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนประเทศหนึ่งของโลก โดยตลาดการเงินที่มีการพัฒนาแล้วจะมีนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ เกิดขึ้นอยู่เสมอ เป็นผลให้ตลาดมีความซับซ้อนและมีความลึกมากขึ้น ซึ่งบางครั้งกฎระเบียบข้อบังคับที่ใช้กำกับควบคุมดูแลสถาบันการเงินที่มีอยู่ อาจไม่เหมาะสมที่จะรองรับนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ เหล่านี้ได้ เป็นผลให้เกิดวิกฤตการเงินตามมา

(5) โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนทำให้เกิดวิกฤตการเงินบ่อยครั้งขึ้น Bordo และคณะ (2001)⁴¹ ทำการศึกษาถึงความถี่ของการเกิดวิกฤตการเงิน และพบว่าความถี่ในการเกิดวิกฤตทางการเงินมีเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยตั้งแต่ทศวรรษที่ 1980 เป็นต้นมา มีวิกฤตการเงินเกิดขึ้น 163 ครั้งทั่วโลก ซึ่งในจำนวนนี้ 106 ครั้งเป็นวิกฤตการเงินที่เกิดขึ้นในช่วงทศวรรษที่ 1990 และ 2000 ผู้เขียนให้เหตุผลว่าการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สูงขึ้นประกอบการมีตาข่ายความมั่นคงทางการเงิน (Financial safety net) เป็นการส่งเสริมให้สถาบันการเงินกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นและนำมาปล่อยกู้อย่างไม่ระมัดระวัง

นอกจากนี้ยังพบว่า ลักษณะการเกิดวิกฤตการเงินในยุคปัจจุบันมีความแตกต่างไปจากในอดีต โดยพบว่าในปัจจุบัน ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดวิกฤตการเงินคือการที่ประเทศมีเงินทุนระยะสั้นที่เป็นเงินตราต่างประเทศเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้เงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศยังส่งผลต่อระดับความรุนแรงของการเกิดวิกฤตการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงทศวรรษที่ 1990 เป็นต้นมา ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเป็นหนึ่งในสาเหตุสำคัญที่ทำให้ประเทศต่าง ๆ ต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการเกิดวิกฤตการเงินที่สูงขึ้น

David Roland-Holst (2001)⁴² ศึกษาผลกระทบจากการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจรายภาคการผลิต รวมทั้งภาคครัวเรือนและการกระจายรายได้มีความซับซ้อน ซึ่งการสร้างแบบจำลอง CGE ทางด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจึงเป็นสิ่งที่ท้าทายสำหรับผู้สร้างแบบจำลองอย่างมาก เนื่องมาจากความยากในการกำหนดโครงสร้างพฤติกรรมของตลาดเงินและตลาดทุน จากการที่ผู้สร้างแบบจำลองยังไม่สามารถหาข้อสรุปหรือข้อคิดเห็นร่วมกันในข้อมูลหรือสถานการณ์เชิงประจักษ์ที่สามารถอธิบายพฤติกรรมของตลาดเงินและตลาดทุนได้อย่างชัดเจน ซึ่งส่งผลให้การกำหนดตัวแปรที่

⁴¹ Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, and Maria Soledad Martinez-Peria. (2001), "Financial Crises: Lesson from the Last 120 Years," *Economic Policy*

⁴² 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.

อยู่ทั้งในรูปสมการเชิงพฤติกรรม (Behavioral equation) และสมการเอกลักษณ์ (Identity) ทำได้อย่างมากก็เป็นไปตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์เท่านั้น

5) โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนกับตลาดหลักทรัพย์

สำหรับตลาดหลักทรัพย์แล้ว ในโลกาภิวัตน์ได้มีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญหลายประการ ได้แก่ ประการแรก คือ การเปิดเสรีการซื้อขายทุกวันนี้ ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกได้ผ่อนคลายกฎระเบียบต่าง ๆ มากขึ้น อาทิเช่น การยกเลิกข้อกำหนดของการถือครองของชาวต่างชาติ (Foreign ownership) เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนต่างประเทศเข้ามาลงทุนมากขึ้น จากการสำรวจของ UNCTAD ในปี 2003 พบว่ามีมากกว่า 70 ประเทศทั่วโลกได้ปรับกฎระเบียบให้เอื้อกับการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ โดยเฉพาะ 52 ประเทศได้ยกเลิกข้อกำหนดที่ควบคุมสัดส่วนการถือครองของนักลงทุนต่างชาติ และอนุญาตให้นักลงทุนต่างชาติถือครองหุ้นได้ 100% ขณะที่อีก 18 ประเทศได้เพิ่มสัดส่วนที่อนุญาตให้นักลงทุนต่างชาติถือครองหุ้น อาทิ บราซิลกำหนดให้ถือครองได้ 49% อินเดีย 24% เกาหลีใต้ 39% ฟิลิปปินส์ 40% และไต้หวัน 30% เป็นต้น ขณะที่ประเทศทางตะวันตกนั้นส่วนใหญ่ไม่มีข้อกำหนดเกี่ยวกับการถือครองของนักลงทุนต่างชาติ

นอกจากนี้ แนวโน้มอีกอย่างที่พบเห็นมากขึ้นในโลกาภิวัตน์สำหรับตลาดหลักทรัพย์ คือ การแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ (Demutualization) จุดเริ่มต้นของขบวนการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์นั้นเริ่มต้นจากประเทศในยุโรป และได้แพร่กระจายมาสู่ประเทศในเอเชีย อาทิฮ่องกง และสิงคโปร์ นอกจากการแปรรูปตลาดหลักทรัพย์ที่นำหุ้นของตลาดเข้าไปจดทะเบียนซื้อขายแล้ว ในโลกาภิวัตน์ตลาดทุนก็พบว่าการจดทะเบียนสองตลาด (Dual listing) ก็ได้รับความนิยมมากขึ้น ปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดการจดทะเบียนสองตลาดก็เป็นผลมาจากข้อจำกัดเกี่ยวกับการถือครองหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ ทำให้บริษัทต่าง ๆ นำบริษัทไปจดทะเบียนในต่างประเทศมากขึ้น เช่น กรณีของประเทศจีน ประโยชน์ของโลกาภิวัตน์เปิดทางให้ภาคธุรกิจสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนในต่างประเทศได้ง่ายขึ้น แต่ในทางกลับกันก็ได้สร้างให้เกิดช่องว่างระหว่างราคาที่ไม่เท่ากันของหุ้นประเภทต่าง ๆ ซึ่งนำไปสู่ความไม่มีเสถียรภาพของราคาหุ้นที่ไปจดทะเบียนในสองตลาดเอง

นอกจากนี้ รูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์ก็มีความสะดวกและทันสมัยมากขึ้น จะเห็นได้จากการซื้อขายทาง Internet ได้เข้ามามีส่วนแบ่งทางการตลาดมากขึ้น ปัจจุบันขนาดของการซื้อขาย ทาง Internet มีสัดส่วนสูงขึ้นอย่างชัดเจน การพัฒนาของการซื้อขายหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นอย่างมาก หนึ่งในการพัฒนา คือ การพัฒนาระบบ Non-exchange trading system ซึ่งไม่ต้องพึ่งพาตลาดหลักทรัพย์เหมือนก่อน แต่จะหันมาให้เทคโนโลยีสารสนเทศจากระบบ Electronic communication networks (ECNs) มาช่วยจับคู่คำสั่งซื้อและคำสั่งขายท้ายที่สุดแล้วระบบดังกล่าวจะพัฒนาไปสู่การซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดเวลา 24 ชั่วโมงและเพิ่มทางเลือกจากการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แบบเดิม

แม้จะดูเหมือนว่า โลกาภิวัตน์ของตลาดหลักทรัพย์จะนำประโยชน์มาสู่ทั้งนักลงทุนและภาคธุรกิจ แต่การพัฒนาอย่างไม่ระมัดระวังและรอบคอบอาจจะนำไปสู่ผลร้ายต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์เอง

Sabri (2006)⁴³ ได้ชี้ว่าการไหลเข้าออกของเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์อาจจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและทำให้ค่าเงินร่วงลงอย่างรุนแรงได้ ขณะเดียวกันก็หลีกเลี่ยงไม่ได้ต้องรับผลกระทบของการผันผวนของราคาที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมากทั้งภายในตลาดและจากภายนอกประเทศ จากการรับผลกระทบจากประเทศอื่น ๆ ที่จะถ่ายทอดสู่ตลาดในประเทศด้วย นอกจากนี้ การเปิดเสรีตลาดและการเชื่อมโยงที่มีมากขึ้น ก็จะเพิ่มการแข่งขันกันระหว่างตลาดหลักทรัพย์ระหว่างประเทศก็จะสูงขึ้นตามไปด้วย

6) การพัฒนาแบบจำลองโลกาภิวัตน์การเคลื่อนย้ายเงินทุน

การศึกษาผลกระทบของโลกาภิวัตน์จากเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศต่อระบบเศรษฐกิจมีการพัฒนาแบบจำลองมาใช้ในการศึกษาในหลายรูปแบบ ทั้งทางเศรษฐมิติ อาทิ การศึกษาด้านพื้นฐานของแนวคิด Growth theory อาทิ เช่น การศึกษาของ Kormendi and Meguire (1985)⁴⁴, Barro (1991)⁴⁵ และ Bailliu(2000)⁴⁶ โดยการศึกษาดังกล่าวจะให้ทฤษฎี growth theory เป็นกรอบในการเลือกตัวแปรที่สนใจมาใช้ในการศึกษา โดยจะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของตัวแปรอธิบาย (Set of explanatory variables) มาทดสอบความสัมพันธ์กับตัวแปรที่เลือกได้ ซึ่งในบางครั้งความสัมพันธ์ของตัวแปรก็ไม่ได้เป็นไปตามลักษณะรูปแบบการลดรูปของแบบจำลอง (Reduced form of a specific model) แต่จะอิงกับทฤษฎี Growth theory เป็นสำคัญ

ขณะที่การศึกษาบางส่วนจะศึกษาความสัมพันธ์ของเงินทุนไหลเข้ากับเศรษฐกิจโดยใช้แนวคิดแบบความสัมพันธ์ในระยะสั้น หรือความสัมพันธ์ในระยะยาว (Short-run or long-run relationship) ในรูปแบบของ Cointegration and error-correction modeling (ECM) approach กล่าวคือ หากตัวแปรต่างๆ มี common stochastic trend ตัวแปรดังกล่าวถือว่ามีความสัมพันธ์กันในระยะยาว (Long-run relationship) อาทิเช่น งานของ Celesun, Denizler and He (1999) เป็นต้น

นอกจากการใช้วิธีทางเศรษฐมิติ ก็มีการใช้แบบจำลอง CGE (Computational General Equilibrium) อาทิ David Roland-Holst (2001)⁴⁷ ศึกษาผลกระทบจากการลงทุนต่างชาติที่มีต่อเศรษฐกิจ

⁴³ Sabri, R. Nidal. 2006. "Globalization and Stock Market Stability." SSRN Working paper.

⁴⁴ Kormendi, R. and P. Meguire. 1985. "Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence." Journal of Monetary Economics 16(2): 141-163.

⁴⁵ Barro, R. 1991. "Economic Growth in a Cross Section of Countries." Quarterly Journal of Economics 106(2): 407-444.

⁴⁶ Bailliu, J." Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries." Bank of Canada Working Paper 2000-15

⁴⁷ 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.

รายการการผลิต รวมทั้งภาคครัวเรือนและการกระจายรายได้มีความซับซ้อนซึ่งการสร้างแบบจำลอง CGE ทางด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจึงเป็นสิ่งที่ท้าทายสำหรับผู้สร้างแบบจำลองอย่างมาก เนื่องมาจากความยากในการกำหนดโครงสร้างพฤติกรรมของตลาดเงินและตลาดทุน จากการที่ผู้สร้างแบบจำลองยังไม่สามารถหาข้อสรุปหรือข้อคิดเห็นร่วมกันในข้อมูลหรือสถานการณ์เชิงประจักษ์ที่สามารถอธิบายพฤติกรรมของตลาดเงินและตลาดทุนได้อย่างชัดเจน ซึ่งส่งผลให้การกำหนดตัวแปรที่อยู่ทั้งในรูปสมการเชิงพฤติกรรม (Behavioral equation) และสมการเอกลักษณ์ (Identity) ทำได้อย่างมากก็จะเป็นไปตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์เท่านั้น

Maldonado Tourinho และ Valli (2006)⁴⁸ สร้างแบบจำลอง CGE เพื่อศึกษาโลกาภิวัตน์ของการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยใช้กรณีศึกษาของประเทศบราซิล โดยพยายามสร้างสมการที่สามารถอธิบายพฤติกรรมของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างประเทศ (Endogenous) ซึ่งเป็นการต่อยอดจากการศึกษาก่อนหน้านี้ที่กำหนดให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นตัวแปรภายนอก (Exogenous) ทั้งนี้ หลักการมีอยู่ว่า การตัดสินใจในการลงทุนใด ๆ นั้นมีความเสี่ยง ซึ่งเป็นตัวแปรตามที่ถูกกำหนดโดยการคาดการณ์ถึงอัตราผลตอบแทนจากการบริหาร เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (Expected rate of foreign reserves loss) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจะช่วยลดความเสี่ยงจากการลดมูลค่าลงของสินทรัพย์ที่ลงทุนในรูปของสกุลเงินตราต่างประเทศ (Devaluation) ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศจึงส่งผลให้ความเสี่ยงจากการลงทุนลดลงและเพิ่มการลงทุนตามไปด้วย ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองจะสามารถอธิบายได้ดีในช่วงเวลาปกติที่ไม่มีวิกฤตการณ์เกี่ยวกับทุนสำรองระหว่างประเทศ นอกจากนี้ การศึกษาดังกล่าวได้พิจารณาผลกระทบจากการทำข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐอเมริกาและยุโรปต่อเศรษฐกิจมหภาค โดยเปรียบเทียบผลจากแบบจำลอง CGE ที่ให้ตัวแปรการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายได้กับผลจากแบบจำลองที่ให้ตัวแปรการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นตัวแปรภายนอก พบว่า แบบจำลองที่ให้ตัวแปรการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นตัวแปรที่สามารถอธิบายได้ให้ผลที่มีนัยสำคัญมากกว่า กล่าวคือ การทำข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐอเมริกาและยุโรปจะส่งผลให้ GDP ของบราซิล (ในรูปสกุลเงินตราต่างประเทศ) เพิ่มขึ้นร้อยละ 4.3 ซึ่งสูงกว่าผลที่ได้จากแบบจำลองที่ให้ตัวแปรการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นตัวแปรภายนอกถึงประมาณร้อยละ 0.04

⁴⁸ Wilfredo Leiva Maldonado, Octavio Augusto Fontes Tourinho and Marcos Valli (2006), "Endogenous foreign capital flow in a CGE model for Brazil: The role of the foreign reserves", Journal of Policy Modeling 29 (2007) 259-276

Yeldan (1997)⁴⁹ ได้พยายามศึกษาผลกระทบจากโลกาภิวัตน์จากการเปิดเสรีทางการเงินต่อเศรษฐกิจตุรกี โดยใช้เครื่องมือแบบจำลอง CGE ที่ครอบคลุมถึงภาคการเงิน เพื่อต้องการดูผลกระทบระหว่างกันของตัวแปรภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงินของเศรษฐกิจตุรกีในแต่ละขั้นตอนของการเปิดเสรีทางการเงิน โดยโครงสร้างของแบบจำลอง CGE แบ่งออกเป็น 2 แบบจำลองย่อย ได้แก่ แบบจำลองภาคเศรษฐกิจจริง และแบบจำลองภาคการเงิน ซึ่งเชื่อมโยงผ่านช่องทางการไหลเวียนของเงินทุน (Flow of funds) ธนาคารพาณิชย์ และการดำเนินนโยบายการคลังของรัฐบาลผ่านการกู้ยืมเงิน ทั้งนี้ จุดเด่นของการใช้แบบจำลอง CGE คือแบบจำลองสามารถครอบคลุมถึงปัญหาทั้งทางการเงินและการคลัง โดยเฉพาะในประเทศที่กำลังพัฒนาที่ข้อมูล Time series ยังไม่เพียงพอ ซึ่งมักจะเป็นปัญหาในการนำข้อมูลมาประยุกต์ใช้กับเทคนิคทางเศรษฐมิติต่าง ๆ

2.2.2 งานวิจัยของไทย

เวทาค์ พ่วงทรัพย์ และคณะ (2550a)⁵⁰ ได้วิเคราะห์แนวโน้มของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน วิเคราะห์โครงสร้างเศรษฐกิจไทยในส่วนที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนความเสี่ยงที่เกิดจากโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ตลอดจนจัดทำข้อเสนอแนะสำหรับการรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน งานวิจัยได้ระบุถึงประโยชน์และผลกระทบในเชิงลบ ตลอดจนพัฒนาแผนการรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน เคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยมีหลักการสำคัญในการรองรับกระแสโลกาภิวัตน์คือ การรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจไม่ให้ผันผวนไปกับเงินทุนระยะสั้นในขณะเดียวกันควรสนับสนุนเงินทุนระยะยาวเพื่อการพัฒนาประเทศและธุรกิจ สำหรับแนวทางในการรองรับแบ่งออกเป็น 2 แนวทาง คือ แนวทางในการรองรับและแนวทางเชิงรุกโดยมีข้อเสนอแนะ 6 เรื่อง คือ 1) การเพิ่มความสำคัญในการบริหารความเสี่ยงของเงินทุนและปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจ 2) การเสริมสร้างเสถียรภาพของค่าเงินและตลาดการเงิน 3) การเพิ่มความร่วมมือกับภูมิภาคในการบริหารจัดการเงินทุนโลก 4) การรองรับกระแสการแข่งขันที่สูงขึ้นจากเงินทุนต่างชาติ ในภาคบริการ โดยเฉพาะภาคการเงิน 5) การเพิ่มประสิทธิภาพในการดึงดูดเงินลงทุนระยะยาว และ 6) การส่งเสริมการบริหารเงินออม การลงทุนในต่างประเทศและทรัพย์สินต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น

⁴⁹ A. Erinc Yeldan (1997), “Financial Liberalization and Fiscal Repression in Turkey: Policy Analysis in a CGE Model With Financial Markets”, Journal of Policy Modeling 19(1):79-117 (1997)

⁵⁰ เวทาค์ พ่วงทรัพย์, วรรณ สักการรัตน์, กฤติกา โพธิ์ไทรย์, สรนันท์ ฉัตรภรณ์ และสรณัฐ ลือโสภณ (2550a) “ร่างแผนรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุน ระหว่างประเทศ (2550), คณะนักวิจัยสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

สมนึก (2546)⁵¹ ได้อธิบายและชี้ให้เห็นถึงโครงสร้างตลาดทุนของตลาดทุนไทย ดังนี้ ตลาดทุนนับเป็นแหล่งกลางในการออม การลงทุน และการระดมทุนระยะยาวที่สำคัญ โดยเป็นกลไกสำหรับการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินไปยังผู้ที่ขาดแคลนเงินทุน ส่งผลให้เงินทุนดังกล่าวก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด และผู้ใช้เงินทุนสามารถตอบแทนผู้มีเงินทุนส่วนเกินได้เป็นจำนวนสูงสุดอีกด้วย ดังนั้นตลาดทุนจึงเป็นทางเลือกหนึ่งสำหรับการลงทุนและการจัดหาเงินทุนแก่ภาครัฐและภาคเอกชน การพัฒนาตลาดทุนในช่วงที่ผ่านมาของโลกและประเทศไทยนับเป็นผลของการเปลี่ยนแปลงในตลาดการเงินที่กำลังจะปรับเข้าสู่ระบบการจัดหาเงินทุนแบบไร้ตัวกลาง (Disintermediation) นับเป็นการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญสำหรับการออม การลงทุน และการระดมทุน เนื่องจากเดิมธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และสถาบันการเงินอื่นได้เคยทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน ระดมเงินทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินแล้วนำเงินทุนที่ระดมได้นั้นมาปล่อยกู้ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งธุรกรรมทางการเงินแบบเดิมนี้มีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ โดยเปลี่ยนเป็นการออม การลงทุน และการระดมทุนโดยตรงจากผู้มีเงินทุนส่วนเกินไปสู่ผู้ต้องการระดมทุน ส่งผลให้บทบาทของสถาบันการเงินเหล่านั้นค่อย ๆ เปลี่ยนจากผู้เป็นตัวกลางทางการเงินไปเป็นผู้อำนวยความสะดวกในการระดมทุน และเชื่อมโยงธุรกรรมทางการเงินในฐานะเป็นผู้จัดจำหน่ายตราสารเพื่อการระดมทุน ผู้รับประกันการจำหน่ายตราสาร และที่ปรึกษาการระดมทุน

ในช่วงปี 2535-2540 ตลาดทุนของไทยมีการพัฒนาอย่างรวดเร็ว โดยเริ่มต้นอย่างเป็นทางการเมื่อมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งรองรับการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุนและตราสารทางการเงินของประเทศ และต่อมาได้มีการจัดตั้งบริษัท ไทยเรตติ้ง แอนด์ อินฟอร์เมชันเซอร์วิส จำกัด หรือ TRIS ขึ้น เพื่อเป็นสถาบัน จัดอันดับเครดิตให้แก่หุ้นกู้ พันธบัตรตราสารหนี้อื่น ๆ รวมไปถึงบริษัทและรัฐวิสาหกิจในฐานะกิจการที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตภายในประเทศ

ในระยะต่อมาปี 2540 ประเทศไทยประสบกับภาวะวิกฤตเศรษฐกิจ ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ในตลาดการเงิน เนื่องจากการถูกปิดกิจการของธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และสถาบันการเงินหลายแห่งทำให้มีการระงับการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน การล้มละลายของธุรกิจ และการลดลงของอันดับเครดิตของผู้กู้ ส่งผลต่อการจัดหาเงินทุนจากตลาดเงินโดยการกู้ยืมจากสถาบันการเงินภายในประเทศและต่างประเทศลดลงอย่างฉับพลัน ในขณะที่การระดมทุนผ่านการออกหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นลดลงอย่างมาก เศรษฐกิจถดถอย บริษัทจดทะเบียนไม่ต้องการเงินทุน โอกาสการทำธุรกิจลดลง ทำให้นับตั้งแต่ปี 2540 ไม่มีบริษัทจดทะเบียนเข้าใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเลย ประกอบกับราคาหลักทรัพย์จดทะเบียนปรับตัวลงอย่างต่อเนื่อง

⁵¹ สมนึก วิวัฒน์, (2546), “โครงสร้างของตลาดทุนไทย”, กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทยโครงสร้างของตลาดทุนไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ชี้ให้เห็นถึงภาวะเศรษฐกิจที่ทรุดตัวลงในขณะนั้น และผลประกอบการที่ตกต่ำและขาดทุนจำนวนมากของบริษัทจดทะเบียนได้ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ในปี 2542 ตลาดตราสารหนี้กลับมีอัตราการเติบโตสูงถึงร้อยละ 908.75 ทำให้ตราสารหนี้กลายเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของภาครัฐและเอกชน โดยภาคเอกชนที่ระดมทุนจากตลาดตราสารหนี้ส่วนใหญ่เป็นบริษัทจดทะเบียน

ปี 2543-2545 ตลาดทุนไทยอยู่ในช่วงการสร้างความสัมพันธ์แบบใหม่ระหว่างผู้ขาดแคลนเงินทุนให้มีแหล่งเงินทุน และผู้มีเงินออมที่ต้องการลงทุนให้มีแหล่งออมและลงทุนจากทั้งตลาดเงินและตลาดทุนเป็นการสนับสนุนซึ่งกันและกัน มิใช่การพึ่งการกู้ยืมเงินและฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์เป็นหลักดังเช่นที่ผ่านมา

คลฤดี (2547)⁵² ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์และการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจสามารถจำแนกผลการวิจัยออกได้เป็น 3 แนวทาง คือ

แนวทางแรก การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์มีผลในทางบวกต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

Atje and Jovanoic (1993)⁵³ ศึกษาผลของการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ที่มีต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและระดับผลิตผลมวลรวมภายในประเทศจาก 40 ประเทศ ตั้งแต่ปี 1980-1988 โดยระดับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์วัดจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ซึ่งการศึกษาดังกล่าวพัฒนามาจากแบบจำลองของ Greenwood and Jovanovic (1990)⁵⁴ ที่มีข้อสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะสูงขึ้น ถ้าเศรษฐกิจมีการพัฒนาทางการเงินที่ดี เนื่องจากระบบการเงินที่ดีจะสร้างความมั่นใจให้แก่ลงทุน และทำให้มีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น ซึ่งจะทำให้นักลงทุนลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น สรุปได้ว่าการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์โดยใช้มูลค่าการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์เป็นตัววัดมีผลต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจและระดับผลิตผลมวลรวมภายในประเทศ ส่วนงานวิจัยของ Levine and Zervos (1996)⁵⁵ ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของ 43 ประเทศในระหว่างปี 1976-1993 พบว่า ดัชนีวัดระดับการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

⁵² คลฤดี ปิ่นทอง (2547), วิทยานิพนธ์ “ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดทุนและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ”, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

⁵³ Atje, Raymond and Jovanovic, Boyan (1993), “Stock Markets and development” European Economic Review

⁵⁴ Greenwood, J and Jovanovic, B. “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income” Journal of Political Economy, October 1990, 98, pp1076-107

⁵⁵ Levine, Ross and Zervos, Sara (1996), “Stock market development and long-run growth” The World Bank Economic Review

แนวทางที่ 2 การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ แต่การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์เกิดจากการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ งานวิจัยที่สนับสนุนแนวทางดังกล่าวได้แก่ งานวิจัยของ Blanchard (1981)⁵⁶ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลผลิตและมูลค่าตลาดหลักทรัพย์โดยพัฒนามาจากแบบจำลอง IS-LM พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการเพิ่มขึ้นของผลผลิตและการเพิ่มขึ้นของผลผลิตไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงทั้งผลผลิตและมูลค่าตลาดหลักทรัพย์เป็นผลมาจากนโยบายของรัฐบาล นอกจากนี้ Sanchez (1983)⁵⁷ ได้ศึกษาตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่น พบว่าระดับการพัฒนาของตลาดหลักทรัพย์ไม่ได้เป็นปัจจัยหลักที่ทำให้เศรษฐกิจของญี่ปุ่นเจริญเติบโต เนื่องจากการระดมทุนของอุตสาหกรรมญี่ปุ่นส่วนใหญ่มาจากการปล่อยสินเชื่อโดยตรงของธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตามผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศต่อคนเป็นปัจจัยที่กำหนดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งวัดจากมูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้มีสาเหตุสำคัญมาจากการที่ประชาชนและภาคธุรกิจมีเงินลงทุนส่วนเกิน เงินดังกล่าวเป็นผลมาจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นทำให้มีเงินออมในระบบเศรษฐกิจมากขึ้นและผลการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มเติบโตขึ้น ทำให้เกิดอุปสงค์ในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ อุปสงค์ของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นของชาวต่างชาติยังเพิ่มขึ้นด้วยเนื่องจากเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องและค่าเงินเยนต่ำกว่าความเป็นจริง

แนวทางที่ 3 การพัฒนาตลาดหลักทรัพย์มีผลในทางลบต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ Singh (1993)⁵⁸ พบว่า ประเทศที่ตลาดหลักทรัพย์มีการจัดการที่ดีนั้น ตลาดหลักทรัพย์กลับเป็นผลร้ายต่อระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากระบบในตลาดหลักทรัพย์จะช่วยสนับสนุนการขยายตัวธุรกิจขนาดใหญ่ด้วยการ Take over แทนการขยายตัวการผลิตที่แท้จริง ประเทศอังกฤษและสหรัฐอเมริกาเป็นประเทศที่มีระบบดูแลและจัดการตลาดหลักทรัพย์ที่ดีและมีสัดส่วนของการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ต่อการระดมทุนผ่านสถาบันการเงินค่อนข้างมากกลับมีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยต่ำกว่าประเทศญี่ปุ่นและเยอรมนีที่มีสัดส่วนการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ต่อการระดมทุนผ่านสถาบันการเงินในอัตราต่ำกว่าโดยสาเหตุสำคัญมาจากในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีนักเก็งกำไรมากกว่านักลงทุนระยะยาว ซึ่งจะทำให้การลงทุนไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร นอกจากนี้ Singh (1993) พบว่าตลาดหลักทรัพย์ไม่มีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา เนื่องจากความผันผวนและการเก็งกำไรราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น จึงไม่ได้แสดงถึงการจัดสรรและเคลื่อนย้าย

⁵⁶ Blanchard, Oliver J (1981), "Output, the stock market and interest rates" The American Economic Review

⁵⁷ Sanchez, Auro (1983), "Economic Growths and Stock Market Development", Philippine Review of Economics and Business Shaw, Edward (1973). "Financial Deepening in Economic Development", New York: Oxford University Press

⁵⁸ Singh, Ajit (1993), "The stock market and economics : Should Developing Countries Encourage Stock Market?" UNCTAD Reviews

เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และยังพบว่าระบบธนาคารของประเทศกำลังพัฒนามีบทบาทมากกว่าตลาดหลักทรัพย์ เพราะฉะนั้นประเทศกำลังพัฒนาควรมีการปฏิรูปและพัฒนาาระบบธนาคารเพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวมากกว่าการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการลดข้อจำกัดการเคลื่อนย้ายเงินทุนนั้น วิธาน (2006)⁵⁹ พบว่า ปัจจุบันประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชีย มีการเปิดเสรีทางการลงทุนในตราสารระหว่างประเทศมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นฮ่องกง สิงคโปร์ที่มีการเปิดเสรีทางด้านนี้อย่างเต็มที่ จนถึงประเทศมาเลเซีย อินโดนีเซียที่ทยอยการเปิดเสรีการลงทุนมากขึ้นเมื่อไม่นานมานี้ ในขณะที่หากเปรียบเทียบกับประเทศไทยแล้ว พบว่าประเทศไทยยังมีระดับการเปิดเสรีค่อนข้างน้อยเช่นเดียวกับประเทศจีนที่มีมาตรการควบคุมเงินทุนระหว่างประเทศค่อนข้างเข้มงวด สำหรับประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยให้ความสำคัญกับมาตรการการลงทุนข้ามประเทศที่สามารถก่อให้เกิดการไหลออกของเงินทุนค่อนข้างมาก เนื่องจากส่งผลต่อเสถียรภาพค่าเงินบาทและเศรษฐกิจของประเทศ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาวิจัยของฮ่องกง และสิงคโปร์ แสดงให้เห็นว่าการเปิดเสรีการลงทุนระหว่างประเทศมีความจำเป็นและเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนในประเทศ เนื่องจากเป็นการเพิ่มทางเลือกให้กับผู้ลงทุน เพิ่มสภาพคล่องให้ตลาด เพิ่มธุรกรรมและความสามารถในการแข่งขันให้สถาบันตัวกลาง ซึ่งทั้งหมดนี้จะส่งผลให้ตลาดทุนมีการพัฒนา ลดการพึ่งพาระบบธนาคารพาณิชย์ และเป็นผลดีต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม

⁵⁹ วิธาน เจริญผล, (2006), “การลดข้อจำกัดด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุนไทย : ข้อคิดจากการศึกษาและประสบการณ์ในต่างประเทศ”, SET Note Issue8/2006, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.3 การเปิดเสรีทางการเงินในต่างประเทศ⁶⁰

ตารางที่ 2.1 การลดข้อจำกัดและผ่อนคลายกฎระเบียบในประเทศต่างๆ

	บัญชีทุน (Capital Account)	ภาคการเงินในประเทศ (Domestic Financial Sector)	ตลาดหลักทรัพย์ (Stock Markets)
อาร์เจนตินา	ก.ค. 2523 รัฐบาลได้ประกาศยกเลิกการกีดกันเงินจากต่างประเทศแบบบังคับวันครบกำหนดอย่างน้อย 1 ปี มิ.ย. 2524 ได้มีการริเริ่มตลาดการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศแบบคู่ (Dual exchange rate markets) ในเดือน ธ.ค. ฝ่ายบริหารได้มีการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้มีเสรีภาพมากขึ้น มีการรวมตลาดการแลกเปลี่ยน จำกัดการประกันอัตราแลกเปลี่ยน และความสะดวกในการแลกเปลี่ยน มีเสรีภาพในการขายอัตราแลกเปลี่ยน และประกาศว่าจะให้มีการลอยตัวของค่าเงินเปโซในอนาคต เม.ย. 2525 การจำคั้นหนี้ต่างประเทศที่ไม่เกี่ยวกับการกู้ยืมการนำเข้าต้องได้รับการอนุมัติจากธนาคารกลางก่อน พ.ย. 2532 ได้มีการริเริ่มระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบเสรี ในเดือน ธ.ค. ทุก ๆ รายการเกี่ยวกับการจำคั้นหนี้ต่างประเทศจะต้องชำระในระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบเสรี ไม่มีเงื่อนไขสำหรับวันครบกำหนดจำคั้นและอัตราดอกเบี้ย ในปี 2533 ประกาศยกเลิกระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบพิเศษสำหรับรายการเกี่ยวกับบัญชีทุน	ม.ค. 2520 ได้มีการยกเลิกการควบคุมสินเชื่อ และในปีเดียวกัน ได้มีการกำจัดเพดานอัตราดอกเบี้ย (ทั้งดอกเบี้ยเงินฝาก และเงินกู้) ก.ค. 2525 ได้มีการริเริ่มเศรษฐกิจใหม่โดยการปรับโครงสร้างทางการเงิน มีการจัดตั้งอัตราดอกเบี้ยให้ใกล้เคียงกับอัตราที่แท้จริงมากขึ้น การควบคุมสินเชื่อได้นำกลับมาใช้ในระบบเป็นส่วนใหญ่ ค.ค. 2530 กฎส่วนใหญ่ของอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้ถูกยกเลิกไป การยกเลิกกฎอัตราดอกเบี้ยในประเทศได้เสร็จสมบูรณ์ภายในสิ้นปี 2532 ในปี 2533 กระบวนการในการปรับโครงสร้างในส่วนของธนาคารต่าง ๆ ยังคงดำเนินต่อไป การควบคุมสินเชื่อระดับประเทศในส่วนที่เหลือได้ถูกยกเลิกไปจนกระทั่งปี 2537	ม.ค. 2520 กฎใหม่การลงทุนของทุนจากต่างประเทศได้ช่วยลดระดับความเข้มงวดลงจากที่ผ่านมา ได้มีการให้สิทธิแก่นักลงทุนต่างชาติในการส่งกลับทุนหลังจากการลงทุนสามปี ส่งกลับกำไร และเงินปันผลกลับโดยไม่ต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน กฎการลงทุนต่างประเทศได้มีความเป็นเสรีมากขึ้นในปี 2523 ไม่มีการที่ต้องได้รับความเห็นชอบหรืออนุญาตก่อนในการลงทุนในตลาดหุ้นในประเทศอีกต่อไป ถ้าหากว่าการลงทุนนั้นไม่เกิน 20% ของทุนของบริษัทที่เกี่ยวข้อง เม.ย. 2523 สิทธิในการโอนกำไรและเงินปันผลกลับได้อย่างอิสระนั้นได้ถูกระงับชั่วคราว ในปี 2532 กฎเศรษฐกิจฉุกเฉิน (The Economic Emergency Law) ได้ให้เสรีสำหรับการลงทุนจากต่างประเทศในการลงทุนในตลาดหุ้น การถอนทุน กำไร และเงินปันผลสามารถทำได้อย่างอิสระในปีนั้นเช่นกัน

⁶⁰ Sergio L. Schmukler & Graciela Laura Kaminsky, 2003. "Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization," IMF Working Papers 03/34, International Monetary Fund

บราซิล	ปี 2533 สถาบันการเงินต่าง ๆ มีอำนาจในการที่จะได้รับเงินทุนจากต่างชาติผ่านการออกตั๋วเงินพาณิชย์ ธนาคารของบราซิลที่มีสาขาในต่างประเทศมีอำนาจในการขึ้นบัตรเงินฝากตั้งแต่ระยะกลางถึงระยะยาว การกู้ยืมเงินจากต่างชาติโดยบริษัทเอกชนที่มีอายุการกู้ยืมขั้นต่ำอย่างน้อยหนึ่งปีทำได้โดยอิสระ ในเดือนมี.ค. รัฐบาลได้ริเริ่มตลาดอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างธนาคารสำหรับรายการที่เกี่ยวข้องกันกับการส่งกลับเงินทุน กำไร และเงินปันผล พ.ค. 2535 ได้มีการสั่งห้ามการออกพันธบัตรต่างประเทศที่มีอายุน้อยกว่าสามปี ในเดือน เม.ย. นักลงทุนต่างชาติได้เข้ามาเป็นบทบาทในรูปของกองทุนและสถาบันการลงทุน มีอำนาจการซื้อขายในตลาดอุปชั่นและตลาดล่วงหน้า ม.ค. 2537 ได้มีการระงับข้อตกลงในการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยที่ไม่ต้องได้รับความเห็นชอบ ในการต่อสัญญาการกู้ยืมเงินได้ระงับอายุขั้นต่ำอย่างน้อย 36 หรือ 96 เดือน ซึ่งเงื่อนไขนี้ได้รวมถึงสัญญาการกู้ยืมเงินใหม่ด้วย ปีเดียวกันในเดือน มี.ค. ได้มีการยกเลิกการออกพันธบัตรต่างประเทศ ออกตั๋วเงินพาณิชย์ต่างประเทศ และตราสารหนี้ต่างประเทศประเภทอื่นอย่างเสรีโดยที่ไม่ต้องได้รับความเห็นชอบ ซึ่งรัฐบาลยังได้ประกาศกฎข้อบังคับใหม่สำหรับพื้นฐานและการปฏิบัติการของสถาบันนักลงทุนต่างชาติในเดือนเดียวกันนี้ สำหรับเดือน ต.ค. ภายใต้อำนาจการทางการเงินของการกู้ยืมเงินต่างประเทศได้เพิ่มขึ้นจาก 3% เป็น 7% มี.ค. 2538 สถาบันการเงินและบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินได้รับอำนาจในการที่จะได้รับเงินทุนจากต่างชาติโดยการออกตราสารพาณิชย์ ตั๋วเงินและพันธบัตรรวมถึงตราสารอื่น ๆ ในเดือนเดียวกันได้มีการประกาศระยะเวลาดำเนินการสำหรับสัญญากู้ยืมเงินใหม่ได้ลดลงจาก 36 เดือน เป็น 24 เดือน	ปี 2519 ได้มีการยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ ปี 2522 ได้มีการนำพาดานอัตราดอกเบี้ยกลับมาใช้ใหม่ ปี 2531 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้บางประเภทได้มีการปรับตัวอย่างเสรี ปี 2532 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้มีการปรับตัวอย่างเสรี	ปี 2516 บุคคลที่เกิดหรือพำนักอยู่ในต่างประเทศสามารถซื้อตั๋วเงินพาณิชย์หรือตราสารในกลุ่มเดียวกันของบราซิลได้ ซึ่งรายการซื้อขายต่าง ๆ เหล่านี้จะต้องผ่านบริษัทจัดการลงทุนของประเทศบราซิลและได้ส่งผลกระทบต่อในตลาดหุ้นประเทศบราซิลด้วย ส่วนที่เป็นทุนจะต้องมีการลงทะเบียนกับธนาคารกลางและจะต้องมีสถานะอยู่ในประเทศอย่างน้อยสามปี การส่งกลับกำไรและเงินปันผลจะเป็นไปในจำนวนที่จำกัด ในปี 2522 การควบคุมระยะเวลาการส่งกลับกำไรและเงินปันผลได้ลดลงจากสามปีเป็นสองปี ในปี 2526 ได้มีการประกาศลดดอกเบี้ยครั้งจากสองปีเป็นสามเดือน ในปี 2530 การลงทุนในหลักทรัพย์การลงทุนทั้งหมดต้องไม่เกิน 5% ของทุนออกเสียง 20% ของทุนทั้งหมดของบริษัท กฎใหม่นี้ได้มีการอนุญาตคว้นภายใต้ในต่างประเทศแก่นักลงทุนต่างชาติสำหรับกำไรจากการลงทุน ก.ค. 2532 หลังจากการลงทุนแล้ว 60 วัน ได้มีการประกาศอนุญาตการส่งกลับกำไรและเงินลงทุนกลับต่างประเทศได้ มี.ย. 2533 รัฐบาลได้ประกาศนโยบายการส่งกลับเงินกลับประเทศอย่างเสรีแบบค่อยเป็นค่อยไป ซึ่งได้เสร็จสมบูรณ์ในปีถัดมา (2534) มี.ย. 2534 ได้มีการเปลี่ยนแปลงกฎหมายการลงทุนจากต่างประเทศก่อนหน้านี้เดือนนี้ นักลงทุนต่างชาติสามารถลงทุนในตราสารต่าง ๆ ของประเทศบราซิลได้โดยการผ่านทางหน่วยงานหรือบริษัทที่อยู่ในประเทศบราซิล หลังจากกฎใหม่ได้นำมาใช้ นักลงทุนต่างชาติสามารถเปิดบัญชีการลงทุนโดยหลักทรัพย์การลงทุนนั้นต้องมีหุ้นหนึ่งหรือมากกว่าที่จดทะเบียนในประเทศ นอกเหนือจากนี้ ระดับความเป็นเจ้าของของนักลงทุนต่างชาติได้เพิ่มขึ้นด้วย สถาบันต่างชาติสามารถมีส่วนในหุ้นสามัญมากถึง 40% และ 100% สำหรับหุ้นที่ไม่มีสิทธิออก
----------------------	--	--	--

บราซิล (ต่อ)	ก.พ. 2539 มีมาตรการในการที่จะควบคุมการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้น ระยะเวลาขั้นต่ำโดยเฉลี่ยของอายุ การต่อสัญญาเงินกู้ยืม สัญญาเงินกู้ยืมใหม่ หรือการขยายระยะเวลาสัญญาเงินกู้ยืมจากต่างประเทศได้เพิ่มขึ้นจาก 24 เดือนเป็น 36 เดือน ธนาคารได้รับสิทธิ์โดยไม่มีข้อจำกัดให้ซื้อ และขายเงินตราต่างประเทศในตลาดล่วงหน้า ในปี 2540 ระยะเวลาเฉลี่ยขั้นต่ำในการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้ลดลงจาก 3 ปีเป็น 1 ปีสำหรับสัญญาเงินกู้ใหม่ 6 เดือนสำหรับการต่อ และขยายระยะเวลาสัญญา เดือนเม.ย.ปีเดียวกัน ในปี 2540 ประกาศยกเลิกระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบพิเศษสำหรับรายการเกี่ยวกับบัญชีทุน		เสี่ยง ทั้งนี้ทั้งนั้น ข้อจำกัดบางประการได้ถูกนำมาใช้ (เช่น หุ้นสามัญของบริษัท Petrobras ได้มีข้อจำกัดการเป็นเจ้าของหุ้นสามัญของนักลงทุนต่างชาติ) และหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงของธนาคารต่าง ๆ ได้ส่งวนไว้จากนักลงทุนต่างชาติ
แคนาดา	ปี 2516 ธนาคารที่ได้รับอนุญาตให้ตั้งขึ้นถูกต้องตามกฎหมายได้รับการอนุญาตให้กู้ยืมเงินจากต่างประเทศ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายบางอย่างเป็นหลัก บริษัทเอกชนได้รับอนุญาตให้ออกพันธบัตรต่างประเทศ ทั้งนี้ทั้งนั้นต้องอยู่ในความควบคุมบางอย่างด้วย อย่างไรก็ตาม ไม่มีการควบคุมรายการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ ในปี 2517 ธนาคารมีเสรีภาพในการพิจารณาการดำเนินการเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น ก.พ. 2518 นโยบายของปี 2513 ได้ถูกนำมาใช้ในการเรียกร้องให้ชาวแคนาดามองหาแหล่งเงินทุนในประเทศก่อนที่จะมีการออกพันธบัตรไปยังต่างประเทศ	ภายใต้ข้อบังคับของธนาคารในปี 2510 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เป็นไปตามกลไกตลาด	ในปี 2516 ไม่มีการควบคุมการไหลเข้าและออกของการลงทุนในหลักทรัพย์ แต่ยังมีข้อจำกัดบางประการยังคงมีต่อการลงทุนในส่วนของการธุรกิจการโฆษณา สื่อสาร ขนส่ง ประมง พลังงานและบริการทางการเงิน การส่งเงินทุนและรายได้ออกนอกประเทศสามารถทำได้อย่างอิสระ
ชิลี	ในปี 2516 สัญญาใหม่ในการกู้ยืมเงินและการกู้ยืมเงินใหม่จากต่างประเทศ ยกเว้นการกู้ยืมแบบระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์นั้น จะต้องได้รับการอนุมัติจากธนาคารกลางก่อน บริษัทเอกชนนั้นสามารถทำการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้ ทั้งนี้ทั้งนั้นขึ้นอยู่กับกฎบางอย่างของอัตราแลกเปลี่ยน ในปี 2520 ประกาศยกเลิกระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบพิเศษสำหรับ	เสรีภาพในอัตราดอกเบี้ยและฝากเงินได้เริ่มต้นขึ้นในปี 2517 และเสร็จสมบูรณ์ในเดือน พ.ค. 2518 ขณะเดียวกันในปี 2517 การจำกัดการให้สินเชื่ออุตสาหกรรมหลักเท่านั้นโดยส่วนใหญ่ถูกยกเลิกไปด้วย ในปี 2519 ได้มีการควบคุมปริมาณสินเชื่อ ข.ค. 2525 อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ได้ถูกควบคุมทั้งดอกเบี้ยเงินฝาก และเงินกู้	ในปี 2530 ภายใต้กฎหมาย 18657 ได้อนุญาตให้กองทุนการลงทุนจากต่างประเทศซื้อหุ้นที่ออกโดยบริษัทของประเทศชิลี รวมถึงตราสารอื่น ๆ ที่อนุมัติโดยคณะกรรมการหลักทรัพย์ กองทุนต่างชาติทำต่อเมื่อสามารถกระจายหลักทรัพย์การลงทุนตามที่กำหนด และสามารถเงินอย่างน้อยบางส่วนสามารถจำคินทุนได้ สิทธิการเป็นเจ้าของโดยรวมของต่างชาตินั้นถูกจำกัดอยู่ที่ 25% ของหุ้นของบริษัทที่อยู่ในตลาด

ชลิ (ต่อ)	รายการเกี่ยวกับบัญชีทุน ม.ค. 2521 ได้มีการจำกัดการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์เพื่อนำมาปล่อยกู้ในประเทศ (25% ของทุน และเงินสำรองของแต่ละธนาคาร) ในปี 2522 ข้อบังคับของเงินฝากปราศจากดอกเบี้ยจากการกู้ยืมจากต่างชาติได้เป็นที่รู้จัก 25% สำหรับอายุน้อยกว่าสามปี 15% สำหรับอายุระหว่างสามปีถึงสี่ปี และ 10% สำหรับอายุระหว่างสี่ปีถึงห้าปี มิ.ย. ปีเดียวกัน ข้อบังคับข้างต้นได้ถูกยกเลิกไป ในปี 2525 เงินทุนไหลออกส่วนใหญ่ถูกจำกัด และกฎอัตราดอกเบี้ยพิเศษได้ถูกนำมาใช้สำหรับรายการบัญชีทุน ในเดือน พ.ค. ปีเดียวกัน รัฐบาลได้กำหนด 20% ข้อบังคับการสำรองเงินจากการกู้ยืมเงินต่างชาติที่มีอายุน้อยกว่า 24 เดือน ในเดือน ก.ค. รัฐบาลได้ประกาศลดการบังคับสำรองเหลือเพียง 5% จากการกู้ยืมเงินต่างประเทศที่มีอายุน้อยกว่า 6 เดือน ก.ย. 2528 ธนาคารพาณิชย์ได้รับอนุญาตให้มีการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยไม่มีข้อจำกัดหรือว่าต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน เม.ย. 2533 กฎใหม่สำหรับการดำเนินการในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราได้ริเริ่มขึ้น ก่อนหน้านี้อ การดำเนินการในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราไม่สามารถทำได้ นอกจากจะต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน แต่ตอนนี้ทุก ๆ รายการการแลกเปลี่ยนเงินตราสามารถทำได้โดยไม่ต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางยกเว้นทางธนาคารได้ระบุข้อจำกัดไว้ มิ.ย. 2534 ข้อบังคับการสำรองเงิน 20% ของการกู้ยืมจากต่างประเทศโดยไม่มีผลตอบแทนภายใน 12 เดือนแรกได้ถูกนำมาใช้ พ.ค. 2535 ข้อบังคับการสำรองได้เพิ่มขึ้นเป็น 30%	ในปี 2527 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากส่วนใหญ่มีการเคลื่อนไหวอย่างมีเสรี แต่ตัววัดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสำหรับ 30 วันนั้นยังคงมีอยู่ ในปี 2528 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้มีการปรับตัวอย่างเสรี ในปี 2530 ธนาคารกลางได้ประกาศยกเลิกการใช้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากอ้างอิงสำหรับ 30 วัน (30 days indicative bank deposit)	หลักทรัพย์ พ.ค. 2530 กองทุนรวมได้ถูกริเริ่มในประเทศ ในปี 2535 บริษัทหลักทรัพย์มีอำนาจที่จะออก ADRs เดือนม.ค. ในปีเดียวกัน ได้ออกกฎ DL600 ให้นักลงทุนต่างชาติลงทุนและส่งกลับเงินทุนกลับได้หลังจากระยะเวลาขั้นต่ำอย่างน้อยหนึ่งปี ส.ค. 2538 รัฐบาลประกาศยกเลิกการสามารถส่งกลับเงินทุนคืนได้หลังจากลงทุนเป็นเวลา 1 ปี
------------------------------------	---	--	--

ชิลี (ต่อ)	ก.ย. 2541 ข้อบังคับการสำรองสำหรับเงินทุนขาเข้าได้ถูกยกเลิกไป		
โคลัมเบีย	ม.ค. 2534 ภายใต้โปรแกรม Apertura รัฐบาลได้มีการผ่อนปรนกฎข้อบังคับเกี่ยวกับการแลกเปลี่ยนเงินตราและการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศมากขึ้น รัฐบาลควบคุมบางรายการของบัญชีทุนเพื่อลดระดับความผันผวนของทุนไหลเวียนในระยะสั้น ก.พ. ปี 2535 ประชาชนสามารถซื้อหุ้นและหลักทรัพย์ต่างประเทศอื่นๆ ได้มากถึง US\$500,000 ก.ย. 2536 รัฐบาลกำหนดให้ฝากเงิน 47% ของเงินกู้ต่างประเทศโดยไม่มีค่าตอบแทน ในปี 2537 เงินกู้ต่างประเทศที่มีอายุระหว่าง 30 วันถึง 5 ปีจะไม่มีค่าตอบแทนสำหรับการบังคับฝากระหว่าง 43 -140 เปอร์เซ็นต์ของจำนวนเงินกู้ ในปี 2539 สินเชื่อต่างชาติที่มีอายุน้อยกว่าห้าปีมีข้อบังคับต้องมีการสำรอง 50% ตั้งแต่ พ.ศ. 2540 มีการออกข้อบังคับไม่มีการจ่ายค่าตอบแทนสำหรับการสำรอง 30% ทุก ๆ อายุสินเชื่อที่ถือเงินเปโซเป็นระยะเวลา 18 เดือน ม.ค. 2541 ข้อบังคับการสำรองเงินกู้โดยไม่มีค่าตอบแทนได้ลดระดับมาอยู่ที่ 25 % ของสินเชื่อในประเทศและมีระยะเวลาถือเปโซ 12 เดือน ก.ย. ปีเดียวกัน ข้อบังคับการสำรองเงินกู้โดยไม่มีค่าตอบแทนได้ลดลงถึง 10% ของจำนวนเงินกู้ในประเทศ และระยะเวลาการถือครองเปโซเหลือ 6 เดือน	การทำให้เป็นเสรีอย่างช้า ๆ ได้ถูกนำมาใช้ในช่วงปี 2510 – 2515 แต่การควบคุมบางอย่างก็ยังคงอยู่เช่น เพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ในปี 2517 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกทำให้มีเสรีภาพมากขึ้น ในขณะที่เพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากก็เพิ่มสูงขึ้นด้วย นโยบายที่จะพยายามควบคุมจำนวนและประเภทของเงินกู้ยืมก็ถูกละทิ้งไปด้วย ในขณะที่เดียวกัน สิทธิพิเศษจากธนาคารกลางที่มีต่อบางภาคธุรกิจก็ลดน้อยลงไปด้วย หลังจาก ก.ย. 2523 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากก็ได้มีการปรับตัวอย่างอิสระ ในปี 2525 ได้มีการยกเลิกการควบคุมสินเชื่อในส่วนใหญ่แล้วว่ายังไม่ทั้งหมด ในปี 2527 ธนาคารได้ประกาศเพิ่มอัตราดอกเบี้ยสำหรับพันธบัตรระยะยาวจาก 8% เป็น 15% ซึ่งถือโดยธนาคารเปรียบเสมือนกับการบังคับการลงทุนร้อยละ 16.5 ของจำนวนเงินกู้ในหลักทรัพย์การลงทุน จาก ม.ค. ถึง มิ.ย. ปี 2529 รัฐบาลประกาศการควบคุมอัตราดอกเบี้ย (เงินฝาก และเงินกู้)ชั่วคราว ในปี 2533 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ได้มีการปรับตัวอย่างอิสระโดยตลาด ในปี 2537 การบังคับให้ปล่อยเงินกู้ในภาคเกษตรกรรมได้ลดลง	ม.ค. 2534 กฎของการลงทุนต่างประเทศ Resolution 49 ได้ถูกนำมาใช้ ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติมีสิทธิเท่าเทียมกับนักลงทุนในประเทศ นักลงทุนต่างชาติสามารถส่งกลับทุนคืนได้ภายในหนึ่งปี ในเดือน ค.ค. ปีเดียวกัน การจำกัดการโอนกำไรประจำปีได้ถูกยกเลิกไป เงินทุนต้องมีจดทะเบียนกับธนาคารกลางก่อนที่จะทำไรนั้นจะส่งกลับได้ ในเดือน ธ.ค. Resolution 52 ได้มีการอนุญาตให้นักลงทุนต่างชาติซื้อหุ้นได้มากถึง 100% อัตราแลกเปลี่ยนแบบพิเศษยังคงส่งผลกับธุรกิจภาคการเงินปีโตรเลียมและเหมืองแร่ การซื้อหุ้น 10% หรือมากกว่าจากสถาบันการเงินโคลัมเบียจะต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารที่ดูแลก่อน
เดนมาร์ก	ในปี 2521 จุดประสงค์หลักของเดนมาร์กที่จะเพิ่มการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้มาจากภาคธุรกิจที่ส่วนใหญ่ลงทุนในทางการเงินคงที่และการค้าระหว่างประเทศ การกู้ยืมทางการเงินที่มีอายุมากกว่าห้าปี	ม.ค. 2516 ข้อตกลงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยได้ถูกยกเลิกไป และหลังจากนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ก็ได้เพิ่มขึ้นอย่างอิสระจากอัตราดอกเบี้ยลด ในปี 2518 ได้มีการกำหนดค่าอัตราสูงสุดระหว่างค่าเฉลี่ยอัตราให้กู้ยืม และอัตราเงินฝากของ	ในปี 2516 นักลงทุนต่างชาติสามารถซื้อหุ้นเดนมาร์กได้อย่างอิสระ ไม่ว่าจะเป็นหุ้นที่อยู่ในตลาดโคเปนเฮเกนหรือว่าหุ้นที่ซื้อจากถนนหรือในราคาตลาด เนื่องจากการเสนอซื้อดังกล่าวไม่นับว่าเป็นการลงทุน

เดนมาร์ก (ต่อ)	สามารถกู้เพิ่มจากต่างประเทศได้โดยบริษัทย่อย ในปี 2526 รัฐบาลประกาศให้บริษัทในประเทศกู้ยืมเงินจากต่างชาติได้โดยไม่มีข้อจำกัด ซึ่งส่งผลให้สัญญากู้ยืมส่วนใหญ่มีอายุอย่างน้อยห้าปี ไม่มีการจำกัดการกู้ยืมทางการเงินสำหรับการลงทุนคงที่อีกต่อไป ถ้าหากการกู้ยืมเงินทำเพื่อจุดประสงค์ทางธุรกิจ เดือน ค.ศ. ปี 2531 กฎข้อบังคับที่เหลืออยู่ทั้งหมดของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศก็ได้ถูกยกเลิกไป	ธนาคาร มี.ค. 2522 กฎหมายเพดานราคาอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ถูกยกเลิกไป ซึ่งสัญญานี้ได้ถูกนำมาแทนที่โดยสัญญาใหม่ระหว่างธนาคารกลางและธนาคารพาณิชย์เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ธนาคารที่เข้าร่วมและธนาคารเงินออมได้จำกัดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่ระดับไตรมาสแรกของปี 2522 (จะมีการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยอีกถ้าหากว่ามีการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยลด) ธนาคารพาณิชย์เซ็นสัญญาว่าจะให้เงื่อนไขที่ดีกว่าแก่ธนาคารกลาง และในเดือน มิ.ย. 2524 สัญญาเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้นี้ได้จบลง	โดยตรง ดังนั้นการส่งกลับกำไรก็สามารถทำได้อย่างอิสระเช่นกัน
ฟินแลนด์	ในปี 2516 จะให้มีการกู้ยืมจากนักลงทุนต่างชาติในกรณีสินเชื่อสำหรับธุรกิจส่งออกเท่านั้น ในปี 2530 รัฐบาลให้สิทธิธนาคารระหว่างประเทศของฟินแลนด์ในการประกอบธุรกรรมได้อย่างเสรี ทั้งนี้ทั้งนั้นอาจจะต้องมีการรายงานผลด้วย ในเดือน ส.ค. ข้อจำกัดของการกู้ยืมเงินต่างประเทศได้ถูกยกเลิกสำหรับสินเชื่อที่มีอายุอย่างน้อยห้าปี เดือน มิ.ย. 2532 กฎการกู้ยืมเงินต่างประเทศได้ถูกยกเลิกสำหรับสินเชื่อที่มีอายุอย่างน้อยหนึ่งปี ในปี 2533 ข้อบังคับที่เห็นได้อย่างชัดเจนและการโอนเงินนั้นมีเสรีภาพมากขึ้น เดือน ม.ค. 2534 การควบคุมในอัตราแลกเปลี่ยนได้ถูกยกเลิกทั้งหมด ยกเว้นพวกที่เป็นการกู้ยืมจากต่างประเทศโดยบริษัทเอกชน ในเดือนมิ.ย. ธนาคารแห่งฟินแลนด์ยกเลิกการควบคุมการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยบริษัทเอกชนทั้งหมด	ในปี 2529 ข้อจำกัดในอัตราดอกเบี้ยการให้ยืมให้ถูกยกเลิกไป อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยก็ยังคงเหลืออยู่บางประการ ในเมื่อเงินกู้ทุกประเภทอยู่ภายใต้การควบคุมอัตราพื้นฐานจากธนาคารกลางของฟินแลนด์ เดือน มี.ค. 2532 ธนาคารลดการควบคุมโดยตรงในทุกประเภทของสินเชื่อ ในปี 2533 การใช้อัตราพื้นฐานเป็นอัตราอ้างอิงสำหรับเงินกู้ใหม่ส่วนใหญ่ได้หยุดใช้ไปแล้ว	ในปี 2516 ต่างชาติสามารถสามารถซื้อพันธบัตร หุ้นกู้ของบริษัท หรือหุ้นที่ลงทะเบียนอยู่ในตลาดหุ้นเฮลซิงกิผ่านแบงก์ที่ได้รับอนุญาตโดยการแลกเปลี่ยนเงินตราหรือฝากเงินที่บัญชี Markka และชาวต่างชาติยังได้สิทธิ์ให้ขายผ่านทางธนาคารและมีอิสระที่จะส่งกลับทุนคืนได้ ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องขออนุญาตสำหรับการรวบรวมหุ้นของเงินทุนที่พิจารณาเป็นบัญชีทุน อย่างไรก็ตาม การโอนเงินกลับคืนต่างประเทศก็ยังคงต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน ในปี 2533 ข้อจำกัดของการโอนเงินทุนเข้าและออกนั้นมีความเป็นเสรีมากขึ้น การขายตราสารอนุพันธ์ที่ผูกอยู่กับหุ้นและวอแรนท์ของฟินแลนด์แก่นักลงทุนต่างชาติสามารถทำได้ อย่างไรก็ตาม เป็นเพราะข้อจำกัดในการถือความเป็นเจ้าของ ๆ นักลงทุนต่างชาติหุ้นที่จำกัดอยู่นั้นจึงไม่สามารถเปลี่ยนมือหรือโอนไปนอกประเทศได้ เดือน ก.พ. ปีเดียวกันนี้ บริษัทฟินแลนด์ได้รับสิทธิ์ให้ออกหุ้นต่างประเทศโดยไม่ต้องได้รับความเห็นชอบก่อน เพราะเหตุนี้จึงช่วยให้นักลงทุนต่างชาติไม่จำเป็นต้องซื้อตราสารของฟินแลนด์ผ่านทางตลาดหุ้นเฮลซิงกิอีกต่อไป ในปี 2535 ข้อบังคับหรือกฎของกองทุนรวมได้ถูกทำการแก้ไขเพื่อจะให้สิทธิแก่นักลงทุนต่างชาติในการถือครองหน่วยลงทุนของกองทุนนั้น ๆ ในปี 2536 ในการถือความเป็นเจ้าของ ๆ นักลงทุนต่างชาติ (จำกัดจำนวนทุนในบางภาคธุรกิจและบริษัทใหญ่ ๆ ของฟินแลนด์)

ฟินแลนด์ (ต่อ)			ได้ถูกยกเลิกไป นักลงทุนต่างชาติในที่สุดได้รับการอนุญาตให้ซื้อตราสารของฟินแลนด์ได้และถือครองความเป็นเจ้าของบริษัทเอกชนได้อย่างไม่มีข้อจำกัด
ฝรั่งเศส	ในปี 2528 ข้อบังคับต่าง ๆ สำหรับการนำเงินจากต่างประเทศเข้ามาลงทุนได้ถูกยกเลิกไป ในเดือน มิ.ย. ธนาคารได้รับสิทธิ์เสรีในการที่จะทำสัญญาให้กู้และขอซื้อเงินจากต่างประเทศมากถึงห้าสิบล้าน เดือน มิ.ย. 2532 ข้อจำกัดการแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ถูกยกเลิกไป ให้มีผลตั้งแต่ ม.ค. 2533 ข้อจำกัดต่าง ๆ ของอัตราแลกเปลี่ยนทั้งหลายที่เกี่ยวข้องกับบัญชีทุนนั้นได้ถูกยกเลิกไป การถูกยกเลิกนั้นไม่ว่าจะเป็นการกู้ยืมเงินจากต่างชาติในสกุลเงินเฟรังก์ฟรังค์หรือสกุลเงินอื่น โดยบุคคลหรือโดยนิติบุคคล เป็นบริษัทเอกชนหรือรัฐ หรือว่าโดยสาขาย่อยในฝรั่งเศสที่จดทะเบียนจากต่างประเทศ	ในปี 2528 เพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้โดยส่วนใหญ่ได้ถูกยกเลิกไป ในปี 2529 การจำกัดและการเลือกให้สินเชื่อสำหรับบางภาคธุรกิจได้ถูกยกเลิกไป การเลือกให้สินเชื่อถูกแทนที่โดยการให้สินเชื่ออุดหนุนอย่างชัดเจน เดือน ม.ค. 2530 การควบคุมสินเชื่อถูกยกเลิกไปโดยสมบูรณ์ สัดส่วนข้อบังคับสำหรับหลักทรัพย์ก็ถูกยกเลิกไปด้วย	ในปี 2516 การลงทุนจากต่างประเทศได้มีการเข้าร่วมของบริษัทที่ได้ถูกพิจารณาให้มีการเห็นชอบจากกระทรวงการคลังมากกว่า 20% ตราสารฝรั่งเศสที่ถือโดยชาวต่างชาติในประเทศฝรั่งเศสสามารถที่จะส่งกลับประเทศได้ก็ต่อเมื่อนักลงทุนชาวต่างชาตินั้น ๆ มีการเปิดบัญชีธนาคารและสำนวนเอกสารที่ได้รับอนุญาตอย่างถูกต้อง ตราสารฝรั่งเศสและตราสารต่างประเทศที่มีสำนวนเอกสารของต่างประเทศสามารถทำรายการขายและโอนไปต่างประเทศได้โดยไม่มีข้อจำกัดการโอนเงินไปต่างประเทศสำหรับกองทุนของชาวต่างชาตินั้น สามารถทำได้ การส่งกลับกำไรและเงินปันผลสามารถทำได้ถ้าหากมีการยื่นเอกสารอย่างถูกต้องและได้รับการรับรองจากธนาคารที่ได้รับอนุญาต ร.ค. 2532 ข้อจำกัดในการลงทุนจากต่างประเทศได้มีการผ่อนปรนมากขึ้น ซึ่งส่วนใหญ่ได้ลดระยะเวลาในการชะลอจากกระทรวงการคลังสำหรับการควบคุมของการเข้าร่วมบริษัทฝรั่งเศสที่มีอยู่นั้น ๆ
เยอรมัน	ในปี 2516 ธนาคารได้ถูกกำหนดให้มีการจ่ายสำรองเงินขั้นต่ำมากขึ้นในกรณีของการมีเงินกู้ยืมจากต่างประเทศซึ่งมีกำหนดอายุน้อยกว่าสี่ปี ธนาคารซึ่งกู้ยืมสกุลเงินต่างชาติและนำไปลงทุนต่อในต่างประเทศทันทีจะได้รับการยกเว้นการสำรองเงินขั้นต่ำที่สูงขึ้นนี้ ข้อบังคับสำหรับเงินฝากได้ถูกนำมาใช้สำหรับการกู้ยืมเงินทั้งคนในชาติและต่างประเทศ การได้รับการยินยอมจากธนาคารกลางก่อนหน้านี้ได้มีข้อจำกัดสำหรับการขายแก่ชาวต่างชาติสำหรับตราสารตลาดการเงิน (Money Markey) และ ตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยคงที่ออกโดยประเทศเยอรมันที่มีอายุเหลือน้อยกว่าสี่ปี ไม่มีอัตราดอกเบี้ยพิเศษใช้สำหรับ	เพดานอัตราดอกเบี้ยได้ถูกยกเลิกในปี 2510 และไม่มีมาตรการควบคุมสินเชื่อในปี 2516	ในปี 2516 ได้มีการกำหนดให้มีการเห็นชอบหรืออนุมัติก่อนหน้านี้สำหรับเงินลงทุนจากต่างชาติในประเทศเยอรมันและการซื้อขายหุ้นทั้งในและนอกประเทศ อย่างไรก็ดี นักลงทุนต่างชาติมีความสามารถที่จะส่งกลับทุนและรายได้อย่างเสรี ในปี 2517 การต้องขอให้ได้รับความเห็นชอบหรืออนุมัติได้ถูกยกเลิกไป

เยอรมัน (ต่อ)	รายการบัญชีทุน ก.พ. 2517 ธนาคารได้ประกาศยกเลิกข้อจำกัดทั้งหมดสำหรับเงินกู้ต่างชาติโดยนักลงทุนในประเทศ มี.ค. 2523 เยอรมันประกาศลดระยะเวลาอายุรายการขายตราสารหนี้ที่มีการจ่ายอัตราดอกเบี้ยคงที่ให้แก่ักลงทุนต่างชาติจากสี่ปีเป็นสองปี และในเดือน พ.ย. ได้ลดเหลือหนึ่งปี ในเดือน ธ.ค. ธนาคารกลางได้กล่าวสรุปเกี่ยวกับข้อตกลงระดับสูงในการที่ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ยอมให้มีการควบคุมทุนส่งกลับอย่างอิสระ มี.ค. 2524 ข้อจำกัดสำหรับการขายตราสารตลาดการเงิน และตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยคงที่แก่ นักลงทุนต่างชาติได้ถูกยกเลิก รวมไปถึงข้อจำกัดต่าง ๆ เกี่ยวกับรายการทุนได้ถูกยกเลิกไปด้วย ในขณะที่เดียวกันข้อตกลงระดับสูงสำหรับธนาคารพาณิชย์ในการควบคุมบัญชีทุนส่งกลับประเทศอย่างอิสระก็ถูกยกเลิกเช่นกัน		
ฮ่องกง	ในปี 2516 ไม่มีข้อจำกัดในการกู้ยืมจากต่างประเทศสำหรับบริษัทเอกชน ในเดือน ม.ค. การควบคุมในอัตราแลกเปลี่ยนได้ถูกยกเลิก ในเดือน ก.ย. ธนาคารมีสิทธิในการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเสรีโดยที่ไม่ต้องได้รับความเห็นชอบ	ปี 2516 อัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินกู้ยืมและเงินฝากได้ขึ้นอยู่กับ Exchange Bank Association แต่ในขั้นนี้ไม่รวมอัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินฝากที่ออกโดย บริษัทรับฝากเงิน ซึ่งส่งผลให้บริษัทที่รับฝากเงินอยู่ในเงื่อนไขที่ดีกว่าที่จะเสนออัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น อย่างไรก็ดี อัตราดอกเบี้ยก็ยังไม่มีความใกล้เคียงกับตลาด ไม่มีการควบคุมสินเชื่อยกเว้นสำหรับสินเชื่อระยะสั้นแก่อุตสาหกรรมเล็ก ๆ ในเดือน ก.ย. 2526 ตามที่ดัชนีหุ้นราคาตกลงอย่างมากและกระทบกับอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยที่ถูกควบคุมโดย สมาคมธนาคารแห่งฮ่องกงก็ได้ประกาศขึ้นถึงสองครั้งในเดือน ต.ค. และ พ.ย. หลังจากประกาศค่าเงินคงที่ดอกเบี้ยจึงลดลง ในเดือน ต.ค. ภาษีสำหรับรายได้ดอกเบี้ยของเงินฝากในประเทศได้ถูกยกเลิก ในปี 2537 สมาคมธนาคารแห่งฮ่องกงได้ประกาศตารางการยกเลิกการใช้เครื่องมือ Interest Rate Cap สำหรับ Time Deposit ในเดือน ต.ค. อัตราดอกเบี้ยของ Cap สำหรับเงินฝากที่มีอายุมากกว่าหนึ่งเดือนได้ถูกยกเลิก ในเดือน ม.ค. 2538 Interest Rate Cap สำหรับเงินฝากที่มีอายุมากกว่า	ในปี 2516 ไม่มีข้อจำกัดสำหรับการควบคุมกิจการสำหรับนักลงทุนต่างชาติ รวมไปถึงไม่มีข้อจำกัดในการส่งกลับทุนและรายได้กลับประเทศ

ฮ่องกง (ต่อ)		เจ็ดวันได้ถูกยกเลิก เดือน ก.ย. สมาคมธนาคารแห่งฮ่องกง ได้ประกาศยกเลิก เพดาน Time Deposit คงที่สำหรับเจ็ดวัน และยังได้ประกาศไม่มีการทำให้เป็น เสรีอย่างอื่นอีกสำหรับเงินฝากที่มีอายุน้อยกว่าเจ็ดวัน	
อินโดนีเซีย	ในปี 2521 อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุนได้ถูก นำมาใช้ ข้อบังคับเงินฝากสำรองหนี้ต่างชาติสำหรับบริษัทเอกชนได้ ถูกยกเลิก ที่ 15% ข้อบังคับการสำรองเงินสำหรับหนี้ต่างชาติได้ถูก นำมาใช้กับธนาคารที่รับแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ในปี 2522 อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุนได้ถูกยกเลิก ในปี 2531 ข้อจำกัดเกือบจะทั้งหมดของการกู้ยืมเงินต่างประเทศได้ถูกยกเลิก ใน ปี 2534 ยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงของข้อบังคับของคำสั่งที่ยังไม่มีการ ยกเลิกของธนาคาร ทั้งนี้เพื่อการที่ธนาคารกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ ลดลง ในเดือน มี.ค. ธนาคารกลางลงมติยอมรับกฎหมายที่จะไม่มุ่งใจ การกู้ยืมจากต่างประเทศ ธนาคารแห่งอินโดนีเซียเริ่มที่จะลดการ ดำเนินการซื้อแบบที่เหมือน ๆ กันตามอัตราแลกเปลี่ยนข้างหน้า ลดจำนวนแต่ละธนาคารจำกัดจาก 25% เป็น 20% ของทุน premium ของสัญญา swat 3 เดือนได้เพิ่มขึ้นถึง 5% ในเดือน พ.ย. หนี้อัตรา แลกเปลี่ยนต่างประเทศระยะสั้นของธนาคารไม่สามารถเกินกว่า 30% ของทุนของธนาคารนั้น ๆ ได้ ข้อกำหนดสำหรับการสำรองเงิน 2% ได้ถูกนำมาใช้สำหรับหนี้สกุลต่างประเทศของธนาคารที่รับ แลกเปลี่ยนเงินตราสกุลเงินต่าง ๆ บริษัทเอกชนก็สามารถกู้ยืมจาก ต่างชาติได้โดยมีข้อกำหนดต้องสำรองเงิน 30% เป็นระยะเวลาหนึ่งปี ในปี 2535 ธนาคารกลางได้จำกัดหนี้ระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์ที่ 30% ของทุน การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศต้องได้รับความเห็นชอบ จากธนาคารกลางก่อน ในปี 2539 ธนาคารที่รับแลกเปลี่ยนเงินตรา ต่างประเทศต้องอยู่ภายใต้ความดูแลของธนาคารกลางเกี่ยวกับการกู้ยืม เงินต่างชาติ กลุ่มธนาคารที่ได้รับความเห็นชอบก่อนหน้านี้ในปี 2534	ในปี 2521 ธนาคารพาณิชย์ได้รับอนุญาตให้สามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงิน ฝากได้ด้วยตัวเองยกเว้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสกุลเงิน รูเปียที่มีอายุสามเดือน หรือนานน้อยกว่าและบัญชีเงินฝากสกุลเงินตราต่างประเทศเท่านั้นที่ธนาคาร กลางจะเป็นผู้กำหนดอัตราดอกเบี้ย ในปี 2526 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ส่วนใหญ่ถูก ทำให้มีเสรีมากขึ้น เพดานสินเชื่อได้ถูกยกเลิก และการควบคุมสินเชื่อโดย ส่วนมากก็ลดลงด้วย ในเดือน มิ.ย. ปีเดียวกัน ธนาคารกลางได้อนุญาตให้ สามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยได้เองในทุก ๆ ประเภทของเงินฝาก ในปี 2533 ธนาคารได้ถูกกำหนดให้จัดสรรเงิน 20% ของเงินกู้ให้แก่ธุรกิจขนาดเล็ก	เดือน ธ.ค. 2531 รัฐบาลได้ยกเลิกกฎที่อนุญาตให้ชาวต่างชาติถือหุ้น ของแปด non-joint venture บริษัท ในปี 2532 นักลงทุนต่างชาติได้รับ อนุญาตให้ส่งกลับเงินทุนและกำไรกลับสู่ประเทศได้ กฎหมายระบุไว้ ว่าไม่มีการอนุญาตให้ส่งกลับเงินลงทุนตราบไคที่การลงทุนนั้นได้รับ ผลประโยชน์จากการงดเว้นภาษี อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินต่างชาติไม่ได้ จำกัดการได้รับอนุญาตการโอนเงินด้วย เดือน ส.ค. 2532 ชาวต่างชาติ ได้รับสิทธิให้ถือหุ้นที่อยู่ในตลาดหุ้นได้มากถึง 49% รวมไปถึงบริษัท ร่วมทุนต่างชาติด้วย แต่ยกเว้นหุ้นของพวกธนาคารเท่านั้น และไม่สามารถ ซื้อตราสารกองทุนมากกว่า 1% ด้วย ในปี 2535 ข้อจำกัดการ ไม่รวมการถือหุ้นของธนาคารได้ถูกทำให้ง่ายขึ้น โดยนักลงทุน ต่างชาติสามารถถือหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ (มากขึ้น 49%) ใน 3 ประเภทของธนาคารดังต่อไปนี้คือ ธนาคารพาณิชย์ในประเทศ ธนาคารของรัฐและธนาคารร่วมทุนต่างชาติ เดือน ธ.ค. 2540 บริษัท ต่างชาติสามารถถือหุ้นโดยที่ปราศจากเงื่อนไขในข้อจำกัดในการซื้อ หุ้นที่ออกโดยสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคารในตลาดทุนของ อินโดนีเซียได้

อินโดนีเซีย (ต่อ)	ก็ต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางในการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศด้วย เพดานการกู้ยืมเงินประจำปีได้ถูกนำมาใช้โดยธนาคารกลางสำหรับการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเพื่อการพาณิชย์ที่มีระยะเวลามากกว่าสองปี ในปี 2541 อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุนได้ถูกนำมาใช้		
ไอร์แลนด์	ในปี 2521 ได้มีการยกเลิกอัตราแลกเปลี่ยนแบบพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุน ในปี 2522 ได้ชะลอข้อกำหนดในการสำรองเงิน 50% สำหรับการนำเข้าเงินทุนจากต่างชาติของธนาคารพาณิชย์ ในเดือน ก.ย. การครอบครองตราสารต่างประเทศได้ถูกทำให้ง่ายขึ้น ในปี 2523 ได้มีการควบคุมการอนุมัติการแลกเปลี่ยนถ่ายโอนเงินทุนไปสู่ต่างประเทศ ในปี 2531 การอนุมัติการให้กู้ยืมเงินสกุลไอริชแก่ชาวต่างชาตินั้นได้ถูกกำหนดให้สามารถทำได้โดยที่นักลงทุนต่างชาตินั้นจะต้องมีนักลงทุนในประเทศเป็นหุ้นส่วนทางธุรกิจนั้น ๆ อยู่ด้วย ประชาชนในประเทศสามารถกู้ยืมเงินจากต่างชาติได้อย่างอิสระแต่จะต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อนถ้าหากว่าการกู้ยืมเงินนั้นมีได้ทำเพื่อจุดประสงค์ในทางการเงินหรือการซื้อขาย ตั้งแต่ ม.ค. 2535 ประชาชนในประเทศสามารถกู้ยืมเงินจากต่างชาติได้โดยไม่มีข้อจำกัดถึงแม้ว่าการกู้ยืมนั้นมิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อการค้าก็ตามในเดือนเดียวกัน การควบคุมการแลกเปลี่ยนของเงินทุนขาออกได้ถูกยกเลิก ในเดือน ก.ย. ประชาชนในประเทศได้ถูกห้ามมิให้มิให้กู้ยืมเงินสกุลไอริชที่ระยะเวลาน้อยกว่าหนึ่งปีแก่ชาวต่างชาติโดยที่ไม่ได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน ได้มีการสั่งห้ามมิให้มีรายการของสัญญาล่วงหน้าของอัตราแลกเปลี่ยนในสกุลเงินไอริชสำหรับจุดประสงค์เพื่อการเก็งกำไร ระยะเวลานั้นต่ำสำหรับสัญญาล่วงหน้าของอัตราแลกเปลี่ยนคือ 21 วัน ในเดือน ม.ค. 2536 การควบคุมทุกประเภทได้ถูกยกเลิกไป	ในเดือน พ.ค. 2528 ธนาคารได้ประกาศให้มีการจัดการใหม่และเน้นไปที่ตลาดเกี่ยวกับการกำหนดอัตราดอกเบี้ย (เงินฝาก และเงินกู้) โดยกลุ่มสมาชิกธนาคารพาณิชย์ ในอดีต การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยโดยธนาคารเหล่านี้จะต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน ตั้งแต่ พ.ค. 2528 แต่ละธนาคารสามารถมีอิสระอย่างเต็มที่ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ย (ทั้งเงินฝากและเงินกู้) โดยที่อยู่ในเกณฑ์อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มาตรฐานสูงสุดโดยธนาคารกลาง เดือน ก.พ. 2529 ธนาคารกลางได้มีการชะลอการจัดการกำหนดอัตราดอกเบี้ย (ทั้งเงินฝากและเงินกู้) ในกลุ่มสมาชิกธนาคารพาณิชย์	ในปี 2516 การซื้อตราสารไอริชโดยชาวต่างชาตินั้นเงินลงทุนที่ใช้จะต้องมาจากสกุลเงินต่างประเทศจากบัญชีนอกประเทศ นอกจากนั้น การซื้อตราสารเกินจำนวนที่ระบุไว้สามารถทำได้เมื่อได้รับการเห็นชอบจากธนาคารกลาง ข้อกำหนดบางอย่างได้ถูกนำไปใช้สำหรับการส่งกลับเงินทุนและรายได้ออกนอกประเทศ การควบคุมการแลกเปลี่ยนต้องได้รับความเห็นชอบสำหรับการโอนเงินทุนออกนอกประเทศไปสู่ศูนย์กลางทุนชาวต่างชาติ ในปี 2535 ข้อจำกัดในการครอบครองตราสารและการส่งกลับเงินทุนและรายได้ไปยังต่างประเทศได้ถูกยกเลิกไป

อิตาลี	ในปี 2525 อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุนได้ถูกยกเลิกไป แต่ข้อบังคับในการสำรองเงินฝากสำหรับการลงทุนต่างประเทศที่ยังคงมีอยู่ ในปี 2526 บางภาคธุรกิจได้รับการยกเว้นจาก 50% บังคับฝากโดยไม่มีดอกเบี้ย ในเดือน ก.ค. 2527 เพดานหนี้เงินกู้ต่างชาติโดยธนาคารได้ถูกนำมาใช้ ในขณะที่เดียวกันได้ถูกยกเลิกในเดือน ธ.ค. 2528 แต่ข้อกำหนดบางอย่างก็ยังคงอยู่ ในเดือน พ.ค. 2530 ข้อกำหนดในการสำรองเงินสำหรับไปลงทุนในต่างประเทศได้ถูกยกเลิก ในเดือน พ.ค. 2533 ข้อจำกัดส่วนใหญ่ในการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยธนาคารได้ถูกยกเลิก ในปี 2535 ไม่มีการควบคุมการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของธนาคาร ธนาคารสามารถทำได้โดยการยื่นเอกสารกรมศุลพิเศษในการโอนเงิน นอกจากนี้ก็ยังไม่มีการควบคุมการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยบริษัทเอกชนอีกด้วย คนในประเทศก็สามารถทำรายการทางการเงินได้อย่างเสรีกับชาวต่างชาติซึ่งรวมไปถึงการกู้ยืมเงินด้วย	ในปี 2517 เพดานอัตราดอกเบี้ย (เงินฝาก และเงินกู้) ได้ถูกยกเลิกไป ในปี 2518 เพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ถูกนำมาใช้ใหม่ ในปี 2524 ข้อกำหนดนี้ได้ถูกยกเลิกไป	ในปี 2516 การลงทุนจากต่างชาติทุกประเภทสามารถทำได้อย่างเสรี ไม่มีข้อจำกัดในการส่งกลับเงินทุนและกำไรออกนอกประเทศ
ญี่ปุ่น	ในปี 2522 การควบคุมการไหลเข้าของเงินทุนได้ถูกทำให้ง่ายขึ้น เดือน ม.ค. ได้มีการยกเลิกการไม่อนุญาตให้นักลงทุนต่างชาติสามารถซื้อตราสารหนี้ที่มีอายุเหลือน้อยกว่าห้าปี รัฐบาลได้มีการปรับปรุงโครงสร้างครั้งใหญ่ ช่วงปี ค.ศ.80 การปรับปรุงโครงสร้างรวมไปถึงการยกเลิกกฎของรายการเกี่ยวกับการเก็งกำไรขาดแดน และได้มีการปรับปรุงการเข้าถึงของสถาบันการเงินต่างชาติ เริ่มในเดือน ก.ค. 2523 บริษัทเอกชนญี่ปุ่นสามารถที่จะออกตราสารหนี้ ผู้ต่างประเทศได้ แต่ทั้งนี้จะต้องมีการแจ้งล่วงหน้าแก่รัฐบาลก่อน การยกเลิกกฎดำเนินต่อไปเรื่อย ๆ จนกระทั่งระหว่างปี ค.ศ. 90 และเสร็จสมบูรณ์ในช่วงกลางระหว่าง ปี ค.ศ. 90	ในปี 2522 ได้มีการยกเลิกกฎอัตราดอกเบี้ยขึ้น ในปี 2534 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากเกือบทุกประเภทที่ถือโดยลูกค้าบริษัทเอกชนได้มีการกำหนดอย่างเสรีมากขึ้น ในช่วงสิ้นปี ในปี 2534 สัดส่วนของเงินฝากด้วยอัตราดอกเบี้ยโดยตลาดมีมากถึง 75% ของจำนวนเงินฝากทั้งหมด ในเดือน ก.ค. ปีเดียวกัน การควบคุมจำนวนของสินเชื่อโดยตรงได้ถูกยกเลิก ในเดือน มิ.ย. 2535 เสรีในการปรับตัวของดอกเบี้ยสำหรับเงินฝากได้เสร็จสมบูรณ์ ก้าวแรกในการยกเลิกกฎลดความต้องการในการฝากเงินได้ถูกนำมาใช้ อย่างไรก็ดี อัตราดอกเบี้ยของ Postal Saving ก็ยังคงถูกใช้อยู่	ในปี 2516 ไม่มีข้อจำกัดในการส่งกลับรายได้ การครอบครองตราสารสำหรับการลงทุนสามารถทำได้อย่างอิสระผ่านทางบริษัทที่ได้รับอนุญาต ในอีกแห่งหนึ่ง การแจ้งล่วงหน้าโดยปราศจากการถือถือเป็นข้อกำหนด ในปี 2519 ได้มีการจำกัดการครอบครองตราสารโดยนักลงทุนชาวต่างชาติ การครอบครองตราสารโดยนักลงทุนชาวต่างชาติ นั้นสามารถทำได้ต่อเมื่อมีใบอนุญาตเท่านั้น อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นสำหรับการลงทุนจะต้องได้รับการอนุมัติจากธนาคารกลางญี่ปุ่น การเป็นเจ้าของตราสารนั้นจะต้องกระทำผ่านสกุลเงินเยนจากการขายในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนต่างประเทศถ้านักลงทุนต้องการที่จะได้รับสิทธิ์ส่งเงินกลับประเทศ ในปี 2528 การควบคุมการไหลออกของเงินลงทุนได้ถูกทำให้ง่ายขึ้น

เกาหลี	ม.ค. ปี 2522 รัฐบาลเกาหลีได้มีการแก้ไขกฎการควบคุมการแลกเปลี่ยนที่จะอนุญาตให้ธนาคารในประเทศสามารถให้กู้ยืมเงินแก่นักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนในประเทศแต่มีใช้การให้กู้ยืมแก่ต่างประเทศ ในปี 2536 แผนของกฎหมายเสรีได้ถูกประกาศขึ้น ทำให้มีอิสระมากขึ้นสำหรับประชาชนเกี่ยวกับการไหลออกของเงินทุน อย่างไรก็ตาม แผนของกฎหมายเสรีก็ยังมิมีข้อจำกัดอยู่สำหรับเงินทุนขาเข้า คือตราสารหนี้ที่ถือโดยชาวต่างชาติไม่จำเป็นต้องผ่านทางบริษัทหลักทรัพย์เกาหลีและกองทุนประเทศโดยตรง อนุญาตให้ผ่านโดยตรงในกรณีของหุ้นกู้แปลงสภาพโดยบริษัทขนาดกลางและเล็ก บริษัทเอกชนในประเทศสามารถกู้ยืมเพื่อการพาณิชย์จากต่างประเทศในจำนวนที่จำกัดของการนำเข้าสินค้าทุนและการลงทุนจากต่างประเทศเท่านั้น ในปี 2539 การกู้ยืมจากต่างประเทศระยะยาวไม่อนุญาตให้เกิดขึ้นในทางปฏิบัติ แต่การกู้ยืมหนี้ระยะสั้นสามารถทำได้ภายใต้กฎของรัฐบาล ในปี 2541 การกู้ยืมจากต่างประเทศโดยบริษัทที่ต้องใช้เทคโนโลยีระดับสูงสำหรับการผลิตสามารถทำได้มากถึง 100 % จำนวนทุนต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม อายุของหนี้นี้จำกัดอยู่แค่สามปีหรือน้อยกว่านั้น เดือน เม.ย. รัฐบาลยกเลิกข้อจำกัดสำหรับหนี้ระยะยาวที่มีระยะเวลามากกว่าห้าปีที่เป็นหนี้ของประเทศโดยโรงงานของนักลงทุนต่างชาติ	ในปี 2541 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากธนาคารและสถาบันการเงินอื่นๆ นอกเหนือจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากรัฐบาลได้มีความเป็นเสรีมากขึ้น สำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากตามระยะเวลาต่าง ๆ ที่มีอายุมากกว่าสองปีที่ฝากที่ธนาคาร postal saving และเครดิตยูเนียน และเงินฝากแบบตรงเวลาที่มีอายุมากกว่าหนึ่งปีที่ฝากกับสถาบันการเงิน ได้มีการปรับตัวอย่างเสรีมากขึ้น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะสั้นยังคงอยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารกลาง ธนาคารกลางยังคงควบคุมจำนวนของสินเชื่อและข้อจำกัดขั้นต่ำในการกู้ยืมของบริษัทขนาดเล็กและกลางด้วย ในปี 2534 รัฐบาลประกาศแผนการสั้ขึ้นในการลดกฎของอัตราดอกเบี้ย (ทั้งเงินฝากและเงินกู้) ในเดือน พ.ย. อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้น (bank overdraft ตัวเงินพาณิชย์ลด และตราสารทางการค้า) ได้มีความเป็นเสรีมากขึ้น ในปี 2538 ได้มีข้อจำกัดลดลงสำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ทั้งหมดและอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ยกเว้นเงินกู้และเงินฝากที่รับรองหรือสนับสนุนโดยรัฐบาล ในปี 2540 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ทั้งหมดได้มีความเป็นเสรีในเดือน ก.ค. ข้อจำกัดที่เหลือสำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ถูกยกเลิก ในเดือน ม.ค. 2541 ข้อจำกัดทั้งหมดสำหรับบางภาคธุรกิจได้ถูกยกเลิกไปอย่างสมบูรณ์	ในปี 2527 การส่งกลับเงินปันผลสามารถทำได้อย่างอิสระ ในปี 2534 การส่งกลับของทุนก็สามารถทำได้อย่างอิสระเช่นกัน ตลาดเปิดกว้างแก่นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนต่างชาติมีความง่ายในกฎเกณฑ์มากขึ้นในการเข้ามาลงทุน ในปี 2535 นักลงทุนต่างชาติได้รับอนุญาตให้ลงทุนในหุ้นในประเทศทั้งนี้ ข้อจำกัดการลงทุนสำหรับชาวต่างชาตินั้นไม่สามารถถือหุ้นเกินกว่า 10 % ของจำนวนหุ้นทั้งหมดและไม่เกิน 3 % จากจำนวนหุ้นของบริษัทนั้น ๆ การลงทุนในหุ้นสำหรับสถาบันการเงินต่างชาติในประเทศเกาหลีนั้นก็ใช้กฎเดียวกันกับนักลงทุนต่างชาติ ในปี 2538 เพดานการลงทุนในหุ้นโดยนักลงทุนชาวต่างชาติได้เพิ่มขึ้นถึงสองเท่า เพดานยอดซื้อรวมได้เพิ่มขึ้นเป็น 12 % ในเดือน ม.ค. และ 15 % ในเดือน ก.ค. ในปี 2539 เพดานโดยรวมที่สามารถให้ซื้อได้อยู่ที่ 18 % ในเดือน เม.ย. และที่ 20 % ในเดือน ค.ค. เพดานราคาของแต่ละบริษัทที่ซื้อเพิ่มขึ้นที่ 5 % ในปี 2540 เพดานของการถือหุ้นในประเทศโดยชาวต่างชาติได้เพิ่มขึ้นถึงสี่ครั้ง (พ.ค. พ.ย. และสองครั้งใน ธ.ค.) ในเดือน ธ.ค. เพดานเหล่านี้ได้เพิ่มขึ้นถึง 50% และ 55 % ใน พ.ค. 2541 เพดานโดยรวมสำหรับการลงทุนจากต่างชาติในหุ้นเกาหลีได้ถูกยกเลิก และการลงทุนในหุ้นที่ไม่ได้ซื้อขายอยู่ในตลาดก็อนุญาตให้ทำได้โดยนักลงทุนต่างชาติ
มาเลเซีย	ในปี 2516 ไม่มีการใช้อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุนในเดือน พ.ค. กฎการควบคุมการแลกเปลี่ยนอันใหม่ได้นำมาใช้และเปิดโอกาสให้ธนาคารและบริษัทเอกชนขายกระบวนการการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ การกู้ยืมเงินของประชาชนในประเทศจากชาวต่างชาติต้องได้รับความเห็นชอบจาก the controller of the foreign exchange ก่อน ซึ่งสามารถทำได้อย่างเสรีในกรณีการกู้ยืม	ค.ค. 2521 ได้มีการเริ่มต้นอัตราดอกเบี้ยอย่างเสรีขึ้น (เงินฝากและเงินกู้) ค.ค. 2528 การควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ได้ถูกนำมาใช้โดยจำกัดอัตราการแข่งขันของอัตราดอกเบี้ยระหว่างธนาคาร ก.พ. 2534 การควบคุมเหล่านี้ได้ถูกยกเลิกไป	ในปี 2516 การส่งกลับเงินทุนและเงินปันผลสามารถทำได้อย่างอิสระตั้งแต่พ.ค. รายการจ่ายเกี่ยวกับการส่งกลับเงินทุนมีมากถึง US\$400,000 ที่ได้รับความเห็นชอบจากธนาคารพาณิชย์ รายการจ่ายที่เกินกว่าจำนวนที่กำหนดต้องได้รับความเห็นชอบจาก the controller of the foreign exchange ซึ่งสามารถทำได้อย่างเสรีภายใต้เงื่อนไขปกติ ก.ค. 2516 ตลาดหลักทรัพย์แห่งมาเลเซียได้ถูกตั้งขึ้น ด้วยความเห็นพ้องของตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนต่างชาติสามารถทำการซื้อขายหุ้น

มาเลเซีย (ต่อ)	อย่างมีเหตุผลหรือการกู้ยืมเพื่อการผลิตในประเทศ มี.ย. 2522 การกู้ยืมจากชาวต่างชาติโดยธนาคารและบริษัทเอกชนสามารถทำได้อย่างเสรีแต่แค่ในจำนวนจำกัดเท่านั้น ในเดือน ม.ค. 2530 ผู้กู้ในประเทศสามารถยืมเงินได้มากถึง US\$400,000 จากต่างประเทศโดยไม่ต้องได้รับความเห็นชอบจากรัฐก่อน ถ้ากู้เงินในจำนวนที่มากขึ้นก็จะต้องได้รับความเห็นชอบจาก the controller of the foreign exchange ซึ่งได้ให้สิทธิอย่างเสรีสำหรับกิจกรรมทางการเงินในประเทศ จากเดือน ม.ค. ถึง ส.ค. 2537 ประชาชนในประเทศไม่ได้รับอนุญาตให้ขายตราสารทางการเงินระยะสั้นแก่นักลงทุนต่างชาติ ในเดือน ก.ย. 2541 การควบคุมในการแลกเปลี่ยนได้ถูกนำมาใช้		ได้อย่างเสรีโดยไม่ต้องขอความเห็นชอบก่อน ในปี 2518 การลงทุนจากต่างชาติสามารถทำได้ในจำนวนที่จำกัดคือ 30 % ของหุ้นต่างชาติ และ 70 % ของหุ้นในประเทศ โครงการต่าง ๆ ที่สำคัญจะต้องมีเงินมาเลเซียเป็นเจ้าของ 100 % อุตสาหกรรมการส่งออกมากกว่า 80 % ของการผลิตและใช้ส่วนใหญ่นำเข้าวัสดุซึ่งสามารถพิจารณาว่าเป็นของชาวต่างชาติอยู่ในช่วงจาก 51-70 % แต่ในบางกรณียกเว้น 100 % เจ้าของโดยชาวต่างชาติที่สามารถพิจารณาได้ ในปี 2527 ข้อผ่อนปรนในกฎของการเป็นเจ้าของของชาวต่างชาติได้ถูกประกาศขึ้น หุ้นส่วนใหญ่ซึ่งสามารถถือโดยบริษัทต่างชาติเน้นไปที่การลงทุนและทรัพยากร นอกจากนั้น ความเป็นไปได้ที่นักลงทุนต่างชาติได้ถือครอง 100 % ซึ่งก่อนหน้านี้ได้จำกัดอยู่ที่อุตสาหกรรมส่งออก ได้ขยายไปสู่อุตสาหกรรมอื่น ๆ ด้วย ในปี 2531 บริษัทลงทุนในหุ้นต่างชาติได้รับอนุญาตให้สามารถเพิ่มจำนวนหุ้นจากบริษัทลงทุนในหุ้นในประเทศได้จาก 30 เปอร์เซ็นต์เป็น 49 % ในปี 2535 ได้มีความเป็นเสรีในการเป็นเจ้าของหุ้นต่างชาติมากขึ้น บริษัทที่ส่งออกอย่างน้อย 80 % ของการผลิตไม่ต้องตามข้อบังคับของหุ้นอีกต่อไป บริษัทที่ส่งออกระหว่าง 50-79 % ของการผลิต สามารถถือหุ้นได้มากถึง 100 % ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนลงทุน US\$50 ล้านหรือมากกว่าในสินทรัพย์คงที่หรือต้องทำโครงการให้เสร็จอย่างน้อย 50 % ของการเพิ่มมูลค่าและผลผลิตของบริษัทนั้นจะต้องไม่แข่งขันกับผลผลิตโดยบริษัทในประเทศ นโยบายเหล่านี้ไม่รวมไปกับภาคธุรกิจอื่น ๆ ที่มีการจำกัดการเป็นเจ้าของ ๆ นักลงทุนต่างชาติ เดือน ส.ค. 2536 จำนวนหุ้นขั้นต่ำที่จะต้องถือโดยบริษัทท้องถิ่น Malay Group บริษัท หรือสถาบันที่จำนวนหุ้นต่ำกว่า ห้าสิบเอ็ดถึง 35 % ในปี 2541 นักลงทุนต่างชาติไม่สามารถแปลงการลงทุนระยะสั้นกับอัตราแลกเปลี่ยนต่างประเทศได้ ในการลงทุนที่ใช้เวลาน้อยกว่าหนึ่งปีสามารถทำได้โดยการแปลง
---------------------------	--	--	--

มาเลเซีย (ต่อ)			เข้าบัญชีสกุลเงินริงกิตเท่านั้น ก.พ. 2542 ระยะเวลาขั้นต่ำได้ถูกยกเลิกไปแล้วระบบระดับการเสียภาษีได้ถูกนำมาใช้แทน สำหรับการลงทุนที่มีก่อนหน้า ก.พ. 2542 จะต้องเสียภาษี 50 % ของทุนถ้ามีการส่งเงินกลับประเทศก่อนที่จะครบอายุการลงทุน 7 เดือน 20 % ถ้ามีการส่งกลับหลังจากลงทุนไปแล้วเจ็ดเดือน และ 10 % ถ้ามีการส่งเงินกลับภายใน 9-12 เดือนหลังจากลงทุน การส่งกลับหลังจากการลงทุนหนึ่งปีและทุนขั้นต้นของการลงทุนได้เกิดขึ้นหลังจาก ก.พ. นั้นไม่ต้องเสียภาษี อย่างไรก็ดี การส่งกำไรกลับสำหรับ การลงทุนนั้นต้องเสียภาษีที่ 30 % และการลงทุนที่มีระยะเวลายาวนานเกินกว่า 12 เดือนต้องเสียภาษีที่ 10 %
เม็กซิโก	ในปี 2516 บริษัทเอกชนและธนาคารพาณิชย์ได้รับการอนุญาตให้ยืมเงินจากต่างประเทศได้แต่ต้องได้รับการเห็นชอบจากธนาคารกลาง ก่อน ไม่มีการใช้อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุน ศ.ค. ปี 2525 ธนาคารพาณิชย์ได้ถูกกำหนดให้ยอมให้ธนาคารกลางเข้ามาดูแลการถืออัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศรวมไปถึงเงินและทอง ในเดือน ก.ย. การควบคุมการแลกเปลี่ยนได้ถูกนำมาใช้โดยการให้มีอัตราแลกเปลี่ยนแบบสิทธิพิเศษซึ่งใช้สำหรับจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศ พ.ย. 2534 อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุนได้ถูกยกเลิก และธนาคารกลางยกเลิกข้อจำกัดสำหรับธนาคารที่	ในปี 2517 รัฐบาลอนุญาตให้ธนาคารออกบัตรเงินฝากในอัตราดอกเบี้ยอิสระในเดือน ส.ค. 2522 ระบบใหม่เพื่อการเพิ่มความคล่องตัวของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากได้ถูกนำมาใช้ หลังจากนั้นอัตราดอกเบี้ยสูงสุดได้ถูกปรับเปลี่ยนบ่อย ๆ โดยรัฐบาลกลาง เดือน ก.ย. 2525 ประธานาธิบดีเม็กซิโกได้ประกาศระบบธนาคารแห่งชาติขึ้น ในเดือน ค.ค. 2541 การควบคุมอัตราดอกเบี้ยบางประเภทได้ถูกยกเลิก และมีการทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากมีความเป็นเสรีมากขึ้น เดือน เม.ย. 2532 เพดานอัตราดอกเบี้ยได้ถูกยกเลิก ธนาคารมีอำนาจในการจ่ายดอกเบี้ยสำหรับบัญชีที่สามารถใช้เช็คเบิกถอนได้	ในปี 2532 ข้อจำกัดสำหรับบัญชีทุนต่างประเทศได้ถูกทำให้เป็นเสรีมากขึ้น การลงทุนจากต่างประเทศได้อนุญาตให้มีขึ้นในตลาดหลักทรัพย์เม็กซิโกตลอดจนการลงทุนในกองทุนและหุ้น B ของบริษัทเอกชนเม็กซิโก อย่างไรก็ตามนักลงทุนต่างชาติไม่ได้รับอนุญาตให้มีสิทธิ์เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัทที่ลงทุนต่างชาติสามารถถือหุ้นหลัก ๆ ของบริษัทใหม่ ๆ ได้ ครอบคลุมถึงการลงทุนใหม่นั้นอยู่ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนด ในปี 2534 ข้อจำกัดสำหรับการส่งกลับทุนและรายได้ได้ถูกยกเลิก และข้อจำกัดสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์การลงทุนได้ถูกยกเลิกเช่นกัน อย่างไรก็ดียังมีบางภาคธุรกิจที่เว้นไว้

เม็กซิโก (ต่อ)	ต้องการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินต่างชาติให้มีช่องทางและถูกควบคุมโดยอัตราแลกเปลี่ยนตามตลาด		สำหรับผู้ถือหุ้นชาวเม็กซิโกหรือบริหารงานโดยเม็กซิโกแต่มีชาวต่างชาติได้บ้างบางส่วน นอกจากนี้ยังมี Caps สำหรับนักลงทุนต่างชาติในบางภาคธุรกิจและการลงทุนจากต่างชาติอื่นๆ ที่ยังต้องได้รับความเห็นชอบก่อน
นอร์เวย์	ในปี 2523 การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยธนาคารถูกทำให้เป็นเสรีมากขึ้น ข้อจำกัดในการเก็บเงินตราต่างประเทศของธนาคารได้ถูกนำมาใช้ ในปี 2524 ได้มีการยกเลิกข้อจำกัดขั้นต่ำของอายุหนี้ต่างประเทศโดยบริษัทในประเทศ ในปี 2525 ข้อจำกัดสำหรับหนี้กู้ยืมระยะสั้นจากต่างประเทศโดยบริษัทในประเทศได้ถูกกำหนดขึ้น การยกเลิกกฎเงื่อนไขในการกู้ยืมจากต่างประเทศโดยบริษัทเอกชนเริ่มในปี 2528 และเสร็จสมบูรณ์ในปี 2531 ในปี 2535 การกู้และยืมจากต่างประเทศได้ถูกกำหนดให้มีการฝากเงินไว้ นอกจากข้อกำหนดนี้ ไม่มีข้อกำหนดอย่างอื่นอีก บริษัทนอร์เวย์ได้รับอนุญาตให้สามารถมีการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติได้	ในปี 2522 กฎของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้ถูกยกเลิกและข้อกำหนดของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากก็ได้ถูกยกเลิกเช่นกัน ในเดือน ก.ย. 2528 อัตราดอกเบี้ยยังได้มีการถูกดูแลโดยที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากก็ยังมีความเสรีต่อไป ในขณะที่วงเงินอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถูกเงินก็ได้ถูกยกเลิกไป ในปี 2531 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้ถูกทำให้มีเสรีอย่างสมบูรณ์และได้มีการปรับตัวตามกลไกตลาด	ในปี 2516 ได้มีการกีดกันการถือครองของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนมีอิสระเต็มที่สำหรับการส่งกลับทุนและรายได้ ในปี 2532 การทำให้เป็นเสรีมากขึ้นโดยการให้มีการลงทุนในหลักทรัพย์การลงทุนโดยชาวต่างชาติในหุ้นนอร์เวย์และพันธบัตรในประเทศที่มีอายุหนึ่งปีหรือนอกตลาดได้ในจำนวนที่กำหนดไว้ ก่อนหน้านั้น รายการส่วนใหญ่เกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ของชาวต่างชาตินั้นจะต้องได้รับความเห็นชอบก่อน
เปรู	ปี 2516 ได้มีการใช้อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษสำหรับรายการบัญชีทุน การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยบริษัทเอกชนสามารถทำได้แต่ยังอยู่ภายใต้ข้อจำกัดบางอย่าง ในปี 2517 ธนาคารได้ยกเลิกกฎข้อจำกัดสำหรับอัตราแลกเปลี่ยนสุทธิของธนาคารพาณิชย์ ในปี 2530 การควบคุมได้ถูกนำมาใช้ ธนาคารพาณิชย์อยู่ภายใต้การดูแลของรัฐ และการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยธนาคารที่อยู่ในรูปแบบที่จำกัดข้อบังคับในการฝากสำรองเงินสดได้ถูกนำมาใช้อีกครั้ง ธ.ค. 2533 ข้อจำกัดได้ถูกผ่อนปรน การควบคุมทุนได้ถูกนำมาใช้ใหม่ และการใช้อัตราแลกเปลี่ยนพิเศษได้ถูกยกเลิกไป ในปี 2534 กฎการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้ถูกยกเลิก และในปี 2535 ข้อจำกัดในการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้ถูกยกเลิก	ในปี 2516 ไม่มีเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้แต่อัตราดอกเบี้ยพิเศษสำหรับเงินกู้ยังคงมีอยู่ ในปี 2525 เพดานอัตราดอกเบี้ยได้ถูกยกเลิก ในปี 2534 การควบคุมอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ได้ถูกยกเลิก เดือน มี.ค. ปี 2535 อัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินฝากอัตราแลกเปลี่ยนต่างประเทศมีความเป็นเสรี	ในปี 2534 การถอนทุน รายได้และเงินปันผลมีความเป็นเสรีมากขึ้น ในปี 2535 ภายใต้กฎการรับรองของภาคเอกชน นักลงทุนต่างชาติสามารถได้รับการรับรองจากการไม่ถูกแบ่งแยก ตลาดหุ้นเปิดกว้างถึง 100 % ยกเว้นในส่วนหุ้นของธนาคารที่อนุญาตให้นักลงทุนต่างชาติลงทุนได้เพียง 50 % ของหุ้นทั้งหมด ในปี 2536 หุ้นของธนาคารบริษัทประกัน และบริษัทจัดการกองทุนบำนาญเป็นหุ้นที่สามารถซื้อขายได้อย่างอิสระในตลาดหุ้น

ฟิลิปปินส์	ในปี 2519 ธนาคารกลางควีน Offshore Banking Unit (OBU) ได้ถูกริเริ่มเมื่อปี 2515) จากการสำรองเงิน ภาษีท้องถิ่น ค่าดำเนินการและการได้รับอนุญาตที่จะขยายเงินกู้สกุลเงินต่างประเทศแก่บริษัทเอกชนและฝากเงินที่ได้เพิ่มขึ้นจากนอกประเทศ ในปี 2522 กฎได้ถูกนำมาใช้เพื่อที่จะควบคุมหนี้ระยะสั้นจาก OBU ในปี 2526 การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้นั้นต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน ในปี 2527 ธนาคารพาณิชย์ได้รับอนุญาตให้สามารถดูแลการรับแลกเปลี่ยนเงินตราต่อไปได้แต่จำกัดที่ระดับซื้อและขายไม่เกิน 25% และ 5% ของทุน	ในปี 2524 ธนาคารได้ยกเลิกกฎในอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินกู้ ยกเว้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้น ในเดือน ก.ค. เพดานอัตราดอกเบี้ยได้ถูกยกเลิกและในเดือน ต.ค. เพดานอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ระยะกลางและยาวก็ได้ถูกยกเลิกเช่นกัน เดือน ธ.ค. 2525 เพดานอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นก็ได้ถูกยกเลิกเช่นเดียวกัน	เดือน พ.ค. 2529 ได้มีการริเริ่มกองทุนของประเทศ (The Thornton Philippines Redevelopment Fund Limited) ในปี 2534 กฎหมายใหม่ของเงินลงทุนจากต่างประเทศได้ถูกประกาศใช้ได้มีการขยายจำนวนของภาคธุรกิจให้นักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามามีสิทธิ์เป็นเจ้าของได้มากขึ้น โดยมีขั้นตอนในการอนุมัติง่าย และมีการเขียนข้อบังคับหรือข้อจำกัดสำหรับนักลงทุนต่างชาติได้ชัดเจนขึ้น อย่างไรก็ตาม กฎหมายกำหนดให้ผู้ถือหุ้น 60% เป็นชาวฟิลิปปินส์ เพื่อเป็นการสร้างความมั่นใจ บริษัทเอกชนของฟิลิปปินส์จึงได้ออกหุ้นสองประเภท (หุ้น A ให้นักลงทุนในประเทศ หุ้น B ให้แก่นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ) นักลงทุนต่างชาติได้รับอนุญาตให้ซึ่งหุ้นในภาคธุรกิจไหนก็ได้ ยกเว้นบางภาคธุรกิจที่ถูกระงับไว้ในการลบ การส่งกลับเงินเดิมจำนวนอย่างทันทีนั้นสามารถทำได้ทุกประเภทการลงทุนโดยไม่ต้องได้รับความยินยอมจากธนาคารกลางก่อน กฎการลงทุนจากชาวต่างชาติได้ถูกยกเลิกหลังจากนั้นประมาณสามปี และภาคธุรกิจส่วนใหญ่ของเศรษฐกิจกลายเป็นเปิดกว้าง 100% สำหรับการเป็นเจ้าของ ๆ นักลงทุนต่างชาติ
โปรตุเกส	ในปี 2535 ข้อจำกัดการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยธนาคารได้ถูกยกเลิก ยกเว้นการจำกัดการเปิดสำหรับอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ ในเดือน ส.ค. ธนาคารกลางได้เปิดเสรีการซื้อขายตราสารต่างประเทศโดยคนในประเทศ เดือน ก.ย. การบังคับฝากเงินสำรองส่งผลให้มีการยกเลิกการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศทั้งหมด ในเดือน ธ.ค. รัฐได้ให้เสรีอย่างเต็มที่ในการที่จะกู้ยืมเงินจากต่างประเทศโดยคนในประเทศโดยไม่สนใจว่าการกู้ยืมนั้นจะมีอายุเท่าไร	ในปี 2527 ธนาคารกลางได้ปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยมีเสรีในการปรับตัวสำหรับอัตราดอกเบี้ย 6-12 เดือน ซึ่งควรจะเป็นอัตราอ้างอิง อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้และเงินฝากบางประเภทยังคงมีอยู่ บางอัตราดอกเบี้ยพิเศษก็ยังคงมีอยู่ ในปี 2533 อัตราดอกเบี้ยพิเศษได้มีการยกเลิกแต่เพดานอัตราดอกเบี้ยก็ยังคงมีอยู่	ในปี 2516 การโอนเงินไปต่างประเทศเพื่อรักษาสภาพคล่องของการลงทุนนั้น ไม่มีข้อจำกัด การลงทุนจากต่างประเทศสามารถทำได้อย่างเสรีโดยมิต้องผ่านการเห็นชอบถ้าเพื่อเป็นการพัฒนาประเทศ และไม่มีส่วนของการเก็งกำไรเข้ามาเกี่ยวข้อง ปี 2519 การโอนเงินไปต่างประเทศเพื่อรักษาสภาพคล่องของการลงทุนที่สามารถทำได้โดยไม่มีข้อจำกัดหลังจากนั้นห้าปีแต่มีข้อจำกัดในจำนวนกฎหมายใหม่ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนจากต่างชาติได้ถูกประกาศใช้ทุกการบัญชีทุนของเอกชนระหว่างโปรตุเกสและต่างประเทศจะต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางก่อน การลงทุนจากต่างประเทศในโปรตุเกสได้ถูกอนุญาตภายใต้ข้อกำหนดของ

โปรตุเกส (ต่อ)			การลงทุนต่างประเทศ ในปี 2529 กฎใหม่ของการลงทุนจากต่างประเทศได้ให้เสรีในการเคลื่อนย้ายบัญชีทุนมากขึ้น การโอนเงินไปยังต่างประเทศเพื่อรักษาสภาพคล่องของการลงทุน รวมถึงกำไรก็มีเสรีในการเคลื่อนย้ายมากขึ้น
---------------------------	--	--	---

บทที่ 3

โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน แนวโน้มและความท้าทาย (Globalization of Capital: Future and Challenges)

ในบทนี้เป็นการวิเคราะห์สถานการณ์และแนวโน้มที่สำคัญของกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวกับตลาดทุน และทำการประเมินความเสี่ยงที่สำคัญที่เกิดจากแนวโน้มที่สำคัญดังกล่าว

โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเป็นปรากฏการณ์ที่มีความสำคัญ และประเมินว่าจะทวีความรุนแรงและรวดเร็วยิ่งขึ้นในระยะ 5 - 10 ปีข้างหน้า จากบรรยากาศที่ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุนทั้งข้อตกลงและความร่วมมือทางการค้าและการลงทุนระดับทวิภาคีและพหุภาคี ตลอดจนการรวมตัวทางเศรษฐกิจของภูมิภาคต่าง ๆ ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสารสนเทศ ธุรกิจใหม่ ๆ ทางการเงิน การขยายตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลกอย่างต่อเนื่อง ความต้องการการลงทุนของทุนเอกชนรวมทั้งปรากฏการณ์ของกองทุนบริหารความเสี่ยง ตลอดจนการสะสมเงินทุนสำรองที่เพิ่มขึ้นของประเทศในเอเชียตะวันออก และประเทศกำลังพัฒนา ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมในทุกระดับตั้งแต่ระดับโลก ภูมิภาคเอเชีย รวมทั้งประเทศไทย ตลอดจนลงไปถึงระดับครัวเรือนไทย

3.1 แนวโน้มสำคัญของโลกในภาพรวม¹

กระแสเงินทุนโลกมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระดับสูงอย่างต่อเนื่องโดย IMF (2007)² ประเมินว่าเกิดจากทั้งนักลงทุนสถาบันในประเทศพัฒนาแล้ว และหน่วยงานทางการของประเทศเกิดใหม่³ และมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในระดับสูงกว่า การขยายตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลกมาก และประเมินว่าการขยายตัวอย่างต่อเนื่องของเงินทุนนี้ เป็นการเปลี่ยนไปอย่างมีนัยสำคัญ และเป็นแนวโน้มที่คงอยู่ต่อไป

3.1.1 การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีแนวโน้มทวีความสำคัญต่อเนื่อง

การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นตั้งแต่ทศวรรษที่ 20 โดยมีอัตราการขยายตัวร้อยละ 9.7⁴ ในช่วงปี 1980 – 1990 และสูงขึ้นเป็นร้อยละ 14.6 ในช่วงปี 1990-2006 และเพิ่มเป็น 19.1 ในปี

¹ บางส่วนใน 3.1 มาจาก เวทาค์และคณะ (2550b) “โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน อนาคตและนัยต่อประเทศไทย”

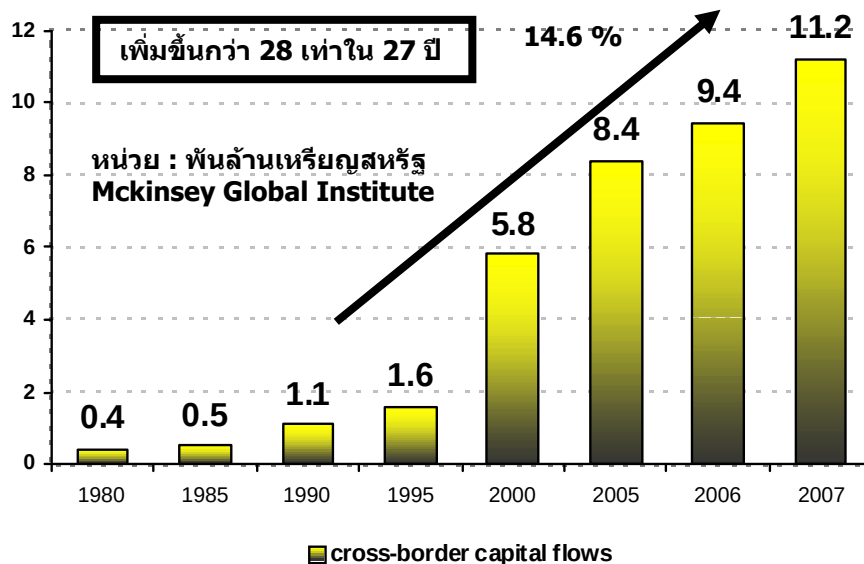
² International Monetary Fund (2007) “Global Financial Stability Report” April 2007, Washington, D.C.

³ นักลงทุนสถาบันในประเทศพัฒนาแล้ว สิ้นปี 2005 มีทรัพย์สินที่ต้องบริหาร 53 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ และหน่วยงานทางการของประเทศเกิดใหม่ สิ้นปี 2005 มีทรัพย์สินที่ต้องบริหาร 6 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ

4. Compound Annual Growth Rate

2007 อย่างไรก็ตาม เงินทุนของโลกยังอยู่ในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วเป็นส่วนใหญ่ โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา อังกฤษ และยุโรป โดยมีสัดส่วนร้อยละ 80 ช่วงปี 1990 – 2007⁵ (แผนภาพที่ 3.1)

แผนภาพที่ 3.1 การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของการเคลื่อนย้ายเงินทุน



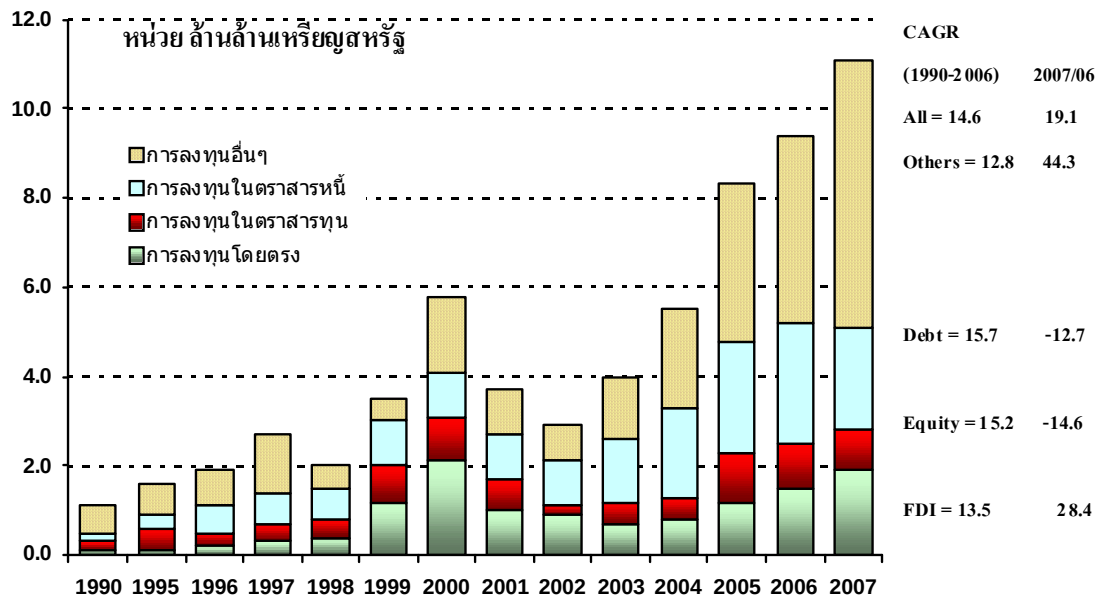
ที่มา : McKinsey Global Institute (2008)

การลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วโดยขยายตัวร้อยละ 15.2 และ 15.5 ในช่วงปี 1990 -2006 ตามลำดับ และคิดเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุดของการเคลื่อนย้ายเงินทุนเกือบตลอดช่วงเวลาดังกล่าว ก่อนหดตัวร้อยละ 14.6 และ 12.7 ในปี 2007 โดยปี 2007 มีการเพิ่มขึ้นอย่างมากของการลงทุนอื่นๆ (เงินให้กู้ยืมและเงินฝาก) ที่ขยายตัวร้อยละ 44.3 เพิ่มขึ้นเป็น 6.0 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ⁶ (แผนภาพที่ 3.2)

5. McKinsey Global Institute (2008), “Mapping Global Capital Markets: Fifth annual report” (October 2008)

6. McKinsey Global Institute (2008)

แผนภาพที่ 3.2 การลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว



ที่มา : Mckinsey Global Institute (2008)

ปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการเคลื่อนย้ายเงินทุนคือ

- ข้อตกลงและความร่วมมือทางการค้าและการลงทุนระดับทวิภาคีและพหุภาคี การรวมตัวทางเศรษฐกิจของภูมิภาคต่างๆ การผ่อนคลายและการส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศ ⁷

7. แนวโน้มการส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศโดยการลดข้อจำกัดและมาตรการอื่นๆ ของบางประเทศมีตัวอย่างดังนี้

- ประเทศจีนในเดือนมีนาคม 2009 มีนโยบาย Go Out of China โดยทางการได้มีการผ่อนคลายการควบคุมเงินเพื่อให้ลงทุนในต่างประเทศง่ายขึ้น และสนับสนุนการใช้เงินหยวนชำระสินค้า เป็นเงินสกุลสากล เพื่อลดการพึ่งพิงการใช้เงินดอลลาร์ สหรัฐ. และตั้งแต่เดือนเมษายน 2006 เริ่มโครงการ Qualified Domestic Institution Program ให้สิทธิพิเศษและอำนวยความสะดวกแก่นักลงทุนสถาบันในการลงทุนในต่างประเทศ ตลอดจนระดมทุนในประเทศเพื่อการลงทุนในต่างประเทศ

- ประเทศเกาหลีใต้ ในเดือนมกราคม 2007 ให้สิทธิทางภาษีและการจูงใจอื่นๆ สำหรับธนาคารและนักลงทุนสถาบัน สำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ในต่างประเทศ การเพิ่มเพดานการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศที่มีความเสี่ยง การส่งเสริมการลงทุนในต่างประเทศทั้งการช่วยค้ำประกันต่างๆ การเพิ่มศักยภาพธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าในการช่วยเหลือนักลงทุน

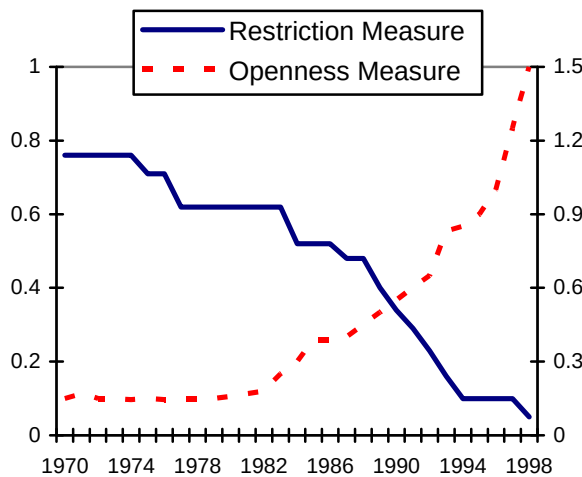
- ประเทศแอฟริกาใต้ ในเดือนมีนาคม 2006 เพิ่มเพดานการลงทุนโดยตรงอีกเท่าตัว และเตรียมยกเลิกการใช้เพดานของการลงทุนในต่างประเทศของกองทุน และเตรียมใช้วิธีการกำกับดูแลแทน

- ประเทศมาเลเซีย ในเดือนเมษายน 2005 การเพิ่มเพดานการลงทุนในต่างประเทศของนักลงทุนสถาบัน

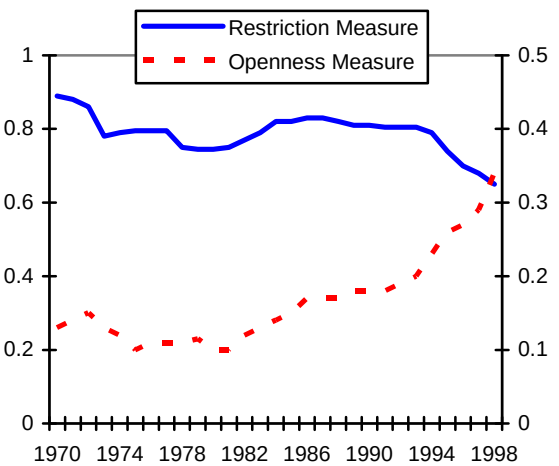
- ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีสารสนเทศ และธุรกรรมใหม่ ๆ ทางการเงิน
- ความต้องการในการลงทุนที่มากขึ้นจากการขยายตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลกอย่างต่อเนื่อง ทำให้ประเทศต่าง ๆ มีความมั่งคั่งขึ้น ความต้องการการลงทุนของทุนเอกชนเพื่อแสวงหาผลตอบแทน และกระจายความเสี่ยง ตลอดจนการสะสมเงินทุนสำรองที่เพิ่มขึ้นของประเทศในเอเชียตะวันออก และประเทศผู้ส่งออกน้ำมัน ตลอดจนอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำของประเทศพัฒนาแล้ว ผลักดันให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนในระดับสูง

แผนภาพที่ 3.3 ระดับการเชื่อมโยงทางการเงินของประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา

ประเทศพัฒนาแล้ว



ประเทศกำลังพัฒนา



ที่มา : WEO, Lane and Milesi-Ferreti (2003)

3.1.2 การเคลื่อนย้ายเงินทุนนำการค้า

การผลักดันให้มีการลงทุนระหว่างประเทศโดยเสรีมากขึ้น ตลอดจนความต้องการการลงทุนเพื่อหาผลประโยชน์ที่สูงขึ้น และการกระจายความเสี่ยงของทั้งนักลงทุนสถาบันและเงินทุนเอกชน ต่างๆ ตลอดจนเงินทุนของภาครัฐ ส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนในระดับสูง และไม่ผูกติดกับการค้า ในขณะที่เดียวกันกลับส่งเสริมให้เกิดการค้ามากขึ้น การเปลี่ยนแปลงดังกล่าว กลับเป็นไปในลักษณะ “การเงินนำ-การค้าตาม” คือ การเคลื่อนย้ายทุนที่เกิดขึ้นเป็นการหาประโยชน์สูงสุดของการลงทุน หรือบริหารความเสี่ยงไม่ยึดติดกับการค้า

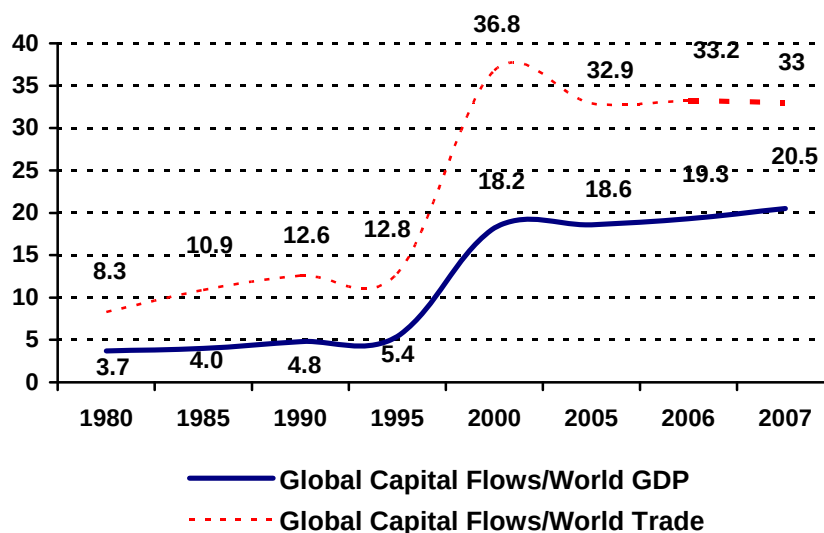
จากการที่ทรัพย์สินและตลาดการเงินของโลกมีขนาดใหญ่่มาก เช่น เพียงรวมทรัพย์สินของนักลงทุนสถาบันในประเทศพัฒนาแล้ว สิ้นปี 2005 มีทรัพย์สินที่ต้องบริหาร 53 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ

- ประเทศบราซิล ในเดือนมีนาคม 2005 เพิ่มเพดานการส่งเงินไปลงทุนต่างประเทศ และการยกเลิกการขออนุญาตก่อน การทำคำประกันการกู้ยืมของบริษัทลูกในต่างประเทศ

และหน่วยงานทางการของประเทศเกิดใหม่ สิ้นปี 2005 มีทรัพย์สินที่ต้องบริหาร 6 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ มีขนาดใหญ่กว่าเศรษฐกิจโลกถึง 1.4 เท่า ทำให้มีการขยายตัวได้อย่างไม่มีขีดจำกัด หากมีสภาพแวดล้อมที่เหมาะสม การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีการขยายตัวในอัตราที่สูงกว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและการค้าโลกมากคือ การขยายตัวในช่วงปี 1990 – 2006 ขยายตัวเฉลี่ยที่ร้อยละ 14.6 ในขณะที่ เศรษฐกิจและการค้าโลกขยายตัวที่ร้อยละ 4.8 และ 7.6 ตามลำดับ⁸ นอกจากนี้ สัดส่วนเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศต่อเศรษฐกิจโลกและการค้าโลกอยู่ที่ร้อยละ 3.7 และ 8.3 ตามลำดับในปี 1980 และเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศขยายตัวเป็นร้อยละ 20.5 และ 33.0 ตามลำดับ ในปี 2007 ตามแผนภาพที่ 3.4

แผนภาพที่ 3.4 สัดส่วนการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อเศรษฐกิจโลกและการค้าโลกปี 1995 – 2007

หน่วย : ร้อยละ



หมายเหตุ

1. คำนวณโดยผู้เขียน
2. ข้อมูล World GDP และ World Trade at current market price in USD
จาก IMF WEO database April 2009 การค้าโลกคือมูลค่าการส่งออกและนำเข้าของสินค้าและบริการ
3. ข้อมูล Global Capital Flows จาก McKinsey Global Institute (2008)

3.1.3 การเพิ่มบทบาทในทางเศรษฐกิจและการส่งออกเงินทุนของกลุ่ม Emerging East Asia

จากการที่กลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ในเอเชียตะวันออก (Emerging East Asia) ที่ใช้นโยบายเปิดประเทศ มีความร่วมมือทางเศรษฐกิจที่แน่นแฟ้นผ่านองค์กรความร่วมมือต่าง ๆ เช่น ASEAN และ

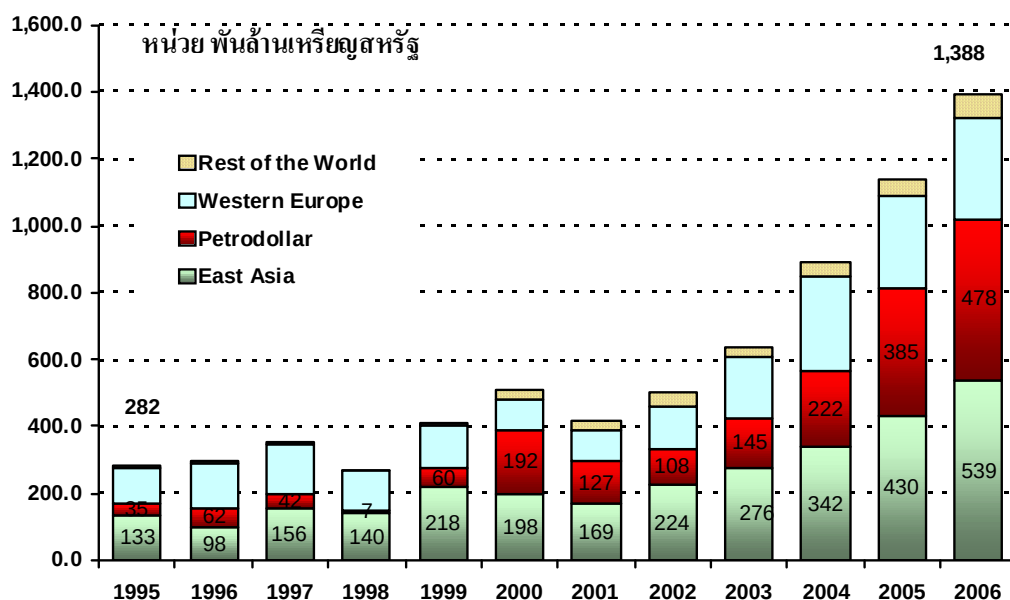
⁸ อัตราการขยายตัวแบบ Compound annual growth rate ข้อมูล USD at current market price

ASEAN+3 มีการขยายตัวของเศรษฐกิจและการค้าสูง ตลอดจนมีการส่งออกเงินทุนสูง ทำให้เป็นกลุ่มที่มีบทบาทในเวทีโลกมากที่สุดกลุ่มหนึ่งในโลก⁹

(1) เอเชียตะวันออกเป็นกลุ่มที่ส่งออกเงินทุนสุทธิสูงที่สุดในโลก

กลุ่มประเทศเอเชียตะวันออก หรือ กลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ในเอเชียตะวันออก (Emerging East Asia) รวมทั้งประเทศญี่ปุ่น ส่งออกเงินทุนสุทธิ (capital outflows – capital inflows) ในระดับสูง ต่อเนื่องจาก 133 พันล้านเหรียญสหรัฐในปี 1995 เป็น 539 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2006 หรือขยายตัวร้อยละ 12.4 ในช่วงเวลาดังกล่าว โดยในปี 2006 ส่งออกเงินทุนสุทธิ 539 พันล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 38.8 ของการส่งออกเงินทุนสุทธิของโลก ตามแผนภาพที่ 3.5

แผนภาพที่ 3.5 เอเชียตะวันออกเป็นกลุ่มที่ส่งออกเงินทุนสุทธิมากที่สุดในโลก



ที่มา : Mckinsey Global Institute (2007)¹⁰

(2) การขยายตัวของการค้าระหว่างประเทศและเศรษฐกิจในอัตราที่สูงของกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ในเอเชียตะวันออก

ในระยะ 25 ปีที่ผ่านมาสัดส่วนของการค้าของกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ในเอเชียตะวันออก (Emerging East Asia) ขยายตัวในระดับสูง ที่มีสัดส่วนต่อการค้าโลกจากร้อยละ 6.6 ในปี 1980 เป็น

⁹ World Bank (2006) “Global Development Finance” 2006 Washington, D.C.

¹⁰ Mckinsey Global Institute (2007) Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report, (October 2007)

18.1 ในปี 2008 เป็นภูมิภาคที่มีการเพิ่มสัดส่วนสูงสุด ในขณะที่ ญี่ปุ่น สหรัฐ ประเทศในกลุ่ม EU และ กลุ่มอื่น ๆ มีสัดส่วนที่ลดลง (ตารางที่ 3.1)

ตารางที่ 3.1 เปรียบเทียบขนาดของการค้าของกลุ่มประเทศต่าง ๆ ปี 1980 – 2008

หน่วย : ร้อยละ

	2523 1980	2533 1990	2543 2000	2544 2001	2545 2002	2546 2003	2547 2004	2548 2005	2549 2006	2550 2007	2551 2008
1. East Asia	13.9	18.2	22.2	21.4	22.1	22.2	22.1	22.4	22.5	22.4	22.2
- Japan	7.3	8	6.6	6.1	5.8	5.6	5.0	4.9	4.6	4.3	4.1
- East Asia exc. Japan	6.6	10.2	15.6	15.3	16.3	16.6	17.1	17.5	17.9	18.1	18.1
2. USA	13	13.2	15.5	15.4	14.5	13.2	13.3	13.1	12.7	11.9	11.2
3. EU	43.1	45.3	37.5	38.8	39.2	40.3	41.0	39.5	39.1	39.4	38.2
4. Others	31.2	24.5	26.1	25.7	25.4	25.2	23.6	25	25.7	26.3	28.4

1. ที่มา : Shin and Sohn (2006)¹¹ และ CEIC

2. East Asia = Indonesia, Thailand, Philippines, Malaysia, Singapore, China, Korea, Japan, Hong-Kong, and Taiwan

3. การค้า หมายถึง การค้าสินค้าและบริการโดยรวมทั้ง Exports และ Imports

นอกจากนี้ธนาคารโลกประมาณการว่าในช่วงปี 2008 – 2030 แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา ยังขยายตัวในระดับสูงกว่าประเทศพัฒนาแล้วอย่างมาก โดยเฉพาะ กลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ในเอเชียตะวันออกที่มีแนวโน้มขยายตัวสูงที่สุดในโลก คือ ขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 5.1 ในขณะที่ประเทศพัฒนาแล้วขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 2.4 หรือขยายตัวมากกว่าประเทศพัฒนาแล้วมากกว่า 2 เท่าตัว (ตารางที่ 3.2)

¹¹ Shin and Sohn (2006) Trade and Financial Integration in East Asia: Effects on Co-movements, The World Economic (2006)

ตารางที่ 3.2 การขยายตัวของเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศต่าง ๆ ในช่วงปีต่าง ๆ

หน่วย : ร้อยละ

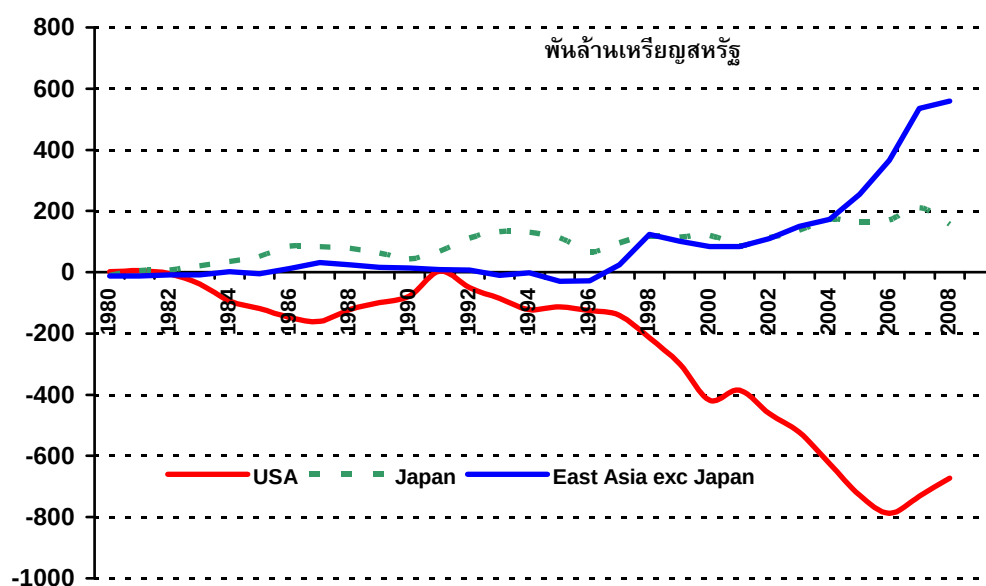
	1960-1980	1980- 2000	2004	2005	2006e	2007f	2008f	2008-2030
1. World	4.7	3.0	4.1	3.5	3.9	3.2	3.5	2.9
2. Hi-Income	4.5	2.9	3.3	2.7	3.1	2.4	2.8	2.4
3. Developing	6.2	3.4	7.2	6.6	7.0	6.4	6.1	4.0
4. Emerging East Asia	5.5	8.5	9.0	9.0	9.2	8.7	8.1	5.1

ที่มา : World Bank (2005) Global Development Finance, World Bank, Washington D.C.

(3) การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่องของกลุ่มเศรษฐกิจเอเชียตะวันออก

ในขณะที่ประเทศพัฒนาแล้วหลายประเทศ โดยเฉพาะสหรัฐอเมริกา มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง ประเทศกำลังพัฒนาโดยเฉพาะเศรษฐกิจเกิดใหม่ในเอเชียตะวันออก มีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ตามแผนภาพที่ 3.6

แผนภาพที่ 3.6 เปรียบเทียบดุลบัญชีเดินสะพัดประเทศต่างๆ ปี 1980-2008



หมายเหตุ

1. ที่มา : IMF WEO database April 2009

2. East Asia = Indonesia, Thailand, Philippines, Malaysia, Singapore, China, Korea, Japan, Hong-Kong, and Taiwan

(4) การเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของกลุ่มเอเชียตะวันออก

นับแต่ปี 1999 หลังวิกฤตเศรษฐกิจ กลุ่มเศรษฐกิจในเอเชียตะวันออก มีการขยายตัวของเศรษฐกิจในระดับสูง เกิดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มีเงินตราต่างประเทศไหลเข้ามาก และส่วนหนึ่งก็ถูกใช้เป็นเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ การเพิ่มขึ้นของเงินทุนสำรองเป็นไปอย่างรวดเร็ว โดยในภูมิภาคนี้ มีเงินทุนสำรองเพิ่มจาก 1,314.9 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 1995 เป็น 4,201.4 พันล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2009 เป็นภูมิภาคที่มีเงินทุนสำรองสูงที่สุดในโลก มากกว่าร้อยละ 56 ของเงินทุนสำรองของโลก (ตารางที่ 3.3)

ตารางที่ 3.3 เปรียบเทียบเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของกลุ่มเอเชียตะวันออก

หน่วย : พันล้านเหรียญสหรัฐ

	2538 (1995)	2542 (1999)	2549 (2006)	2552 (2009 May)
1. China	80.3	158.0	1,068.0	1,953.7
2. Japan	214.0	287.0	880.0	1,024.0
3. Korea	60.6	74.0	234.0	226.8
4. Taiwan	95.9	106.2	266.0	312.6
5. Singapore	68.7	77.0	137.0	171.8
6. Malaysia	24.7	31.0	82.0	88.3
7. Hong Kong	711.0	96.3	130.0	205.1
8. Thailand	37.0	34.8	65.0	121.5
9. Indonesia	14.9	23.8	41.0	57.9
10. Philippines	7.8	10.7	23.0	39.59
Total	1,314.9	898.8	2,976.0	4,201.4
As% of World Official Reserves	n/a	41.5	53.0	56.2
12. World Official Reserves	n/a	2,163.0	5,624.0	7,471.1

หมายเหตุ

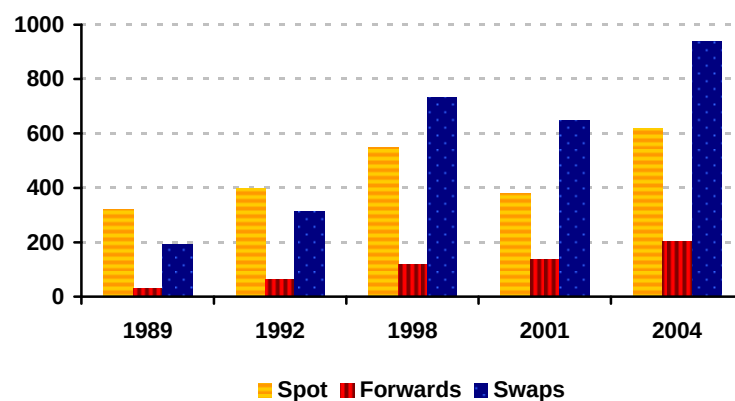
- ที่มา : CEIC and IMF
- Reserves including gold

3.1.4 การเพิ่มความสำคัญของการบริหารความเสี่ยง ตราสารอนุพันธ์ และนวัตกรรมทางการเงิน

วิธีการบริหารความเสี่ยงและการคิดค้นอนุพันธ์และเครื่องมือทางการเงินใหม่ (Financial Innovation) เพื่อกระจายความเสี่ยงในสินทรัพย์ต่าง ๆ มีการพัฒนาขึ้นและมีการใช้อย่างมากในสองทศวรรษที่ผ่านมา และได้เปลี่ยนแปลงตลาดการเงินของโลกอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน เช่นวิธีการวิเคราะห์ความเสี่ยง Value at Risk or VAR¹² ที่มีการบุกเบิก โดย Bankers Trust of America และ J.P. Morgan & Co. ส่งผลให้ธนาคารทั้งสองมีการปรับพฤติกรรมการลงทุน โดยชะลอการปล่อยสินเชื่อและเพิ่มธุรกิจด้านหลักทรัพย์ และการลงทุนอื่นๆ เพราะจากการวิเคราะห์พบว่าธุรกิจด้านหลักทรัพย์มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงสูงกว่า และVAR เป็นวิธีการบริหารความเสี่ยงส่งผลให้อุตสาหกรรมธนาคารมีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมกรรมการดำเนินการอย่างมาก นอกจากนี้เมื่อพิจารณาธุรกรรมด้านการบริหารความเสี่ยงก็พบว่า การซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วง 10 กว่าปีที่ผ่านมา โดยจากข้อมูลสถิติของ BIS จะพบว่า ปริมาณการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนโดยเฉพาะสัญญาประเภท สวอป (Swap) มีอัตราการเติบโตอย่างสูง โดยมีอัตราการเติบโตมากกว่าร้อยละ 250 จากปี 1992 ถึงปี 2004 เพิ่มขึ้นจาก 350 พันล้านเหรียญสหรัฐเป็น 950 พันล้านเหรียญสหรัฐ (แผนภาพที่ 3.7)

แผนภาพที่ 3.7 ปริมาณการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนช่วงระหว่างปี 1989-2004

หน่วย : พันล้านเหรียญสหรัฐ

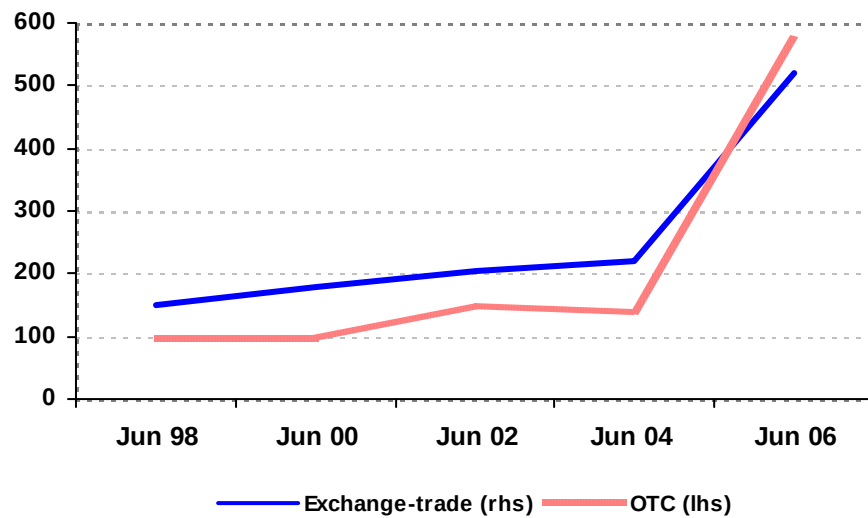


ที่มา : BIS

ตามสถิติของ Bank of International Settlements (BIS) พบว่า ในช่วงกลางปี 2006 การซื้อขายตราสารอนุพันธ์ในรูปแบบต่าง ๆ มีมูลค่าสูงถึง 6.4 ล้านล้านเหรียญสหรัฐผ่านทาง Over The Counter (OTC) หรือประมาณ 14 เท่าจากมูลค่าในปี 1998 (แผนภาพที่ 3.8)

¹² รายละเอียดเพิ่มเติมใน Beim and Calomiris (2001) "Emerging Financial Markets", McGraw-Hill. และ VAR ก็เป็นวิธีที่ได้มีการแนะนำให้สถาบันการเงินใช้โดย BIS

แผนภาพที่ 3.8 Derivatives Activity ; June 1998-2006



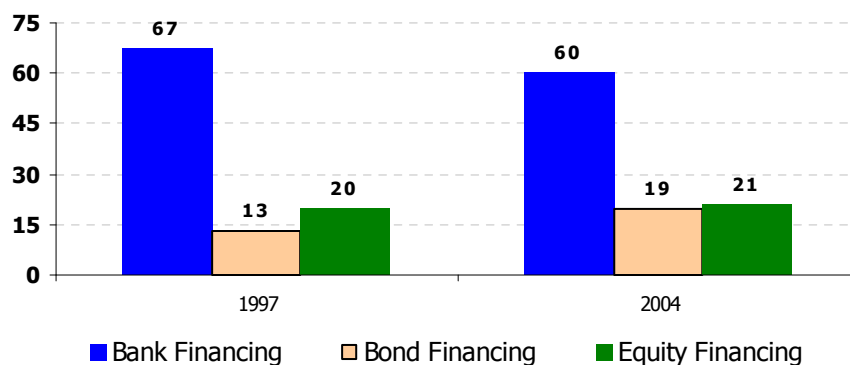
ที่มา : Datastream; BIS

3.1.5 กระแสการเปลี่ยนแปลงของตลาดการเงินโลก

การระดมทุนเปลี่ยนจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารเป็นการระดมทุนผ่านตลาดทุนมากขึ้น (Bank based to Capital based) แนวนโยบายของรัฐหลังวิกฤตเศรษฐกิจส่งเสริมการพัฒนาตลาดตราสารหนี้และตราสารทุน โดยเฉพาะในเอเชียตะวันออกมีการสนับสนุนเพื่อการกระจายความเสี่ยงตลอดจนลดต้นทุนทางการเงิน โดยสัดส่วนการระดมทุนของภาคเอกชนผ่านธนาคารลดลงจากร้อยละ 67 ในปี 1997 เป็นร้อยละ 60 ในปี 2004 (แผนภาพที่ 3.9)

แผนภาพที่ 3.9 สัดส่วนการใช้เงินทุนของภาคเอกชนในประเทศเอเชียตะวันออกยกเว้นญี่ปุ่น
ปี 1997 และ 2004

หน่วย : ร้อยละ



ที่มา : ADB

บทบาทของ Bank for International Settlements or BIS ผ่าน Basel I และ Basel II ที่ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์รับความเสี่ยงได้น้อยลงและให้กู้ยืมเงินข้ามพรมแดนอย่างระมัดระวังขึ้น ประกอบกับธนาคารพาณิชย์ มีการเพิ่มการลงทุนในรูปแบบอื่นมากขึ้น เช่น ลงทุนในหลักทรัพย์ และหน่วยลงทุน ตลอดจนการจัดตั้งกองทุนประเภทต่าง ๆ รวมทั้ง Hedge Funds มากขึ้น ส่งผลเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศประเภทเงินกู้ยืมชะลอตัวกว่าเงินทุนลักษณะอื่น ๆ

ธนาคารพาณิชย์มีการเปลี่ยนแปลงไปตามกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน จากการบริหารความเสี่ยงที่มีหลากหลายและทำได้ง่ายขึ้น การเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น ทำให้มีการเข้าไปลงทุน การควบรวมและซื้อกิจการ ตลอดจนการมีสาขาในต่างประเทศมีมากขึ้น ขนาดธนาคารใหญ่ขึ้น มีการลงทุนหลากหลาย มีความเป็นสากล คือ การให้บริการและลงทุน ตลอดจนการระดมทุนในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม กิจกรรมของธนาคารในการเข้าไปลงทุนในต่างประเทศ มักเกิดในประเทศพัฒนาแล้ว สำหรับประเทศกำลังพัฒนามีมากในกลุ่มประเทศยุโรปตะวันออก และลาตินอเมริกา แต่ยังมีน้อยในเอเชียและแอฟริกา¹³

3.1.6 วิฤตการณ์การเงินและการผันผวนของเงินทุนโลกยังมีอยู่อย่างต่อเนื่อง¹⁴

การเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศส่งผลให้ผลกระทบทางปัจจัยเศรษฐกิจต่าง ๆ (Economic shocks) ของต่างประเทศสามารถส่งผลถึงกันได้มากขึ้นผ่านตลาดการเงิน ก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงินและเพิ่มโอกาสในการเกิดวิกฤตสูงขึ้น¹⁵ เช่น เมื่อวันที่ 27 กุมภาพันธ์ 2007 ตลาดหุ้นเซี่ยงไฮ้ลดลง

¹³ IMF (2009)

¹⁴ Lopez-Mejia (2003) “Large Capital Flows: A survey of the causes, Consequences, and Policy Responses”, IMF Working Paper WP/99/17 สำหรับช่องทางการส่งผ่านของความผันผวนสามารถจำแนกเป็น 5 ช่องทางคือ 1) แรงกดดันจากการค้าและค่าเงิน (Trade and Exchange Rate Pressures) ในกรณีที่ประเทศหนึ่งเกิดลดค่าเงิน ประเทศที่เป็นคู่แข่งถูกมองว่าจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขันในการส่งออก ส่งผลให้ค่าเงินประเทศคู่แข่งอ่อนตัว 2) เหตุการณ์เสียงปลุก (Wake-up call phenomenon) ในกรณีที่ประเทศหนึ่งเกิดปัญหาค่าเงิน ส่งผลให้นักลงทุนปรับมุมมองของค่าเงินในประเทศที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจคล้ายกัน 3) พฤติกรรมตามฝูง (Herding Behavior) ในกรณีที่นักลงทุนตัดสินใจตามการลงทุนหรือถอนทุนของนักลงทุนอื่นๆ และทำการลงทุนหรือถอนการลงทุนตาม ทั้งนี้ การถอนการลงทุนอาจไม่ได้เกิดจากการวิเคราะห์อื่นๆประกอบ 4) การเชื่อมโยงทางการเงิน (Financial Links) เช่นที่ประเทศเกาหลี มีการลงทุนหรือปล่อยกู้ให้กับประเทศรัสเซีย เมื่อประเทศรัสเซียมีปัญหาในการคืนเงิน ผลกระทบก็ส่งถึงประเทศเกาหลี และ 5) การบริหารสภาพคล่อง (Liquidity Management) เช่นกรณีที่กองทุนลงทุนในประเทศที่มีปัญหา แล้วเกิดการขาดทุน จึงมีความจำเป็นต้องขายทรัพย์สินที่ดีในประเทศอื่นเพื่อระดมทุนสำหรับรองรับปัญหาสภาพคล่องที่เกิดขึ้น

¹⁵ Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003) “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence” IMF Working Paper WP/17/03

ร้อยละ 8.8 ส่งผลให้ DowJones Industrial Index ลดลง 416 จุดหรือร้อยละ 3.3 ส่งผลกระทบถึงภูมิภาคเอเชีย โดยฟิลิปปินส์ มาเลเซีย และสิงคโปร์ ลดลงร้อยละ 9.3 6.0 และ 5.9 ตามลำดับ และเหตุการณ์ปัญหาซัพไพร้ม ในสหรัฐ ที่ส่งผลให้ตลาดทุนทั่วโลกมีการปรับตัวโดย SET มีการปรับตัวลงประมาณ 80 จุด หรือร้อยละ 9.2 ในช่วง 3 สัปดาห์แรกของ สิงหาคม 2007

ความผันผวนของเงินทุนโลกยังมียังต่อเนื่องทั้งจากปริมาณเงินทุนที่โตขึ้นอย่างก้าวกระโดด พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนที่มีวิธีการและทางเลือกในการทำกำไรจากหลายแหล่งมากขึ้นทำให้มีการย้ายเงินลงทุนบ่อยครั้ง ตลอดจนการหาทำกำไรจากโอกาสต่างๆของกองทุนบริหารความเสี่ยง (Hedge Funds)

การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ¹⁶ ได้เกิดขึ้นในโลก 104 ครั้งในระหว่างปี 1970 – 2001 หรือเฉลี่ยปีละ 4.7 ครั้ง ถึงแม้ในปัจจุบันจะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจจำนวนน้อยครั้งลง แต่แน่นอนว่าวิกฤตเศรษฐกิจยังจะคงอยู่ต่อไป (ตารางที่ 3.4 และแผนภาพที่ 3.10)

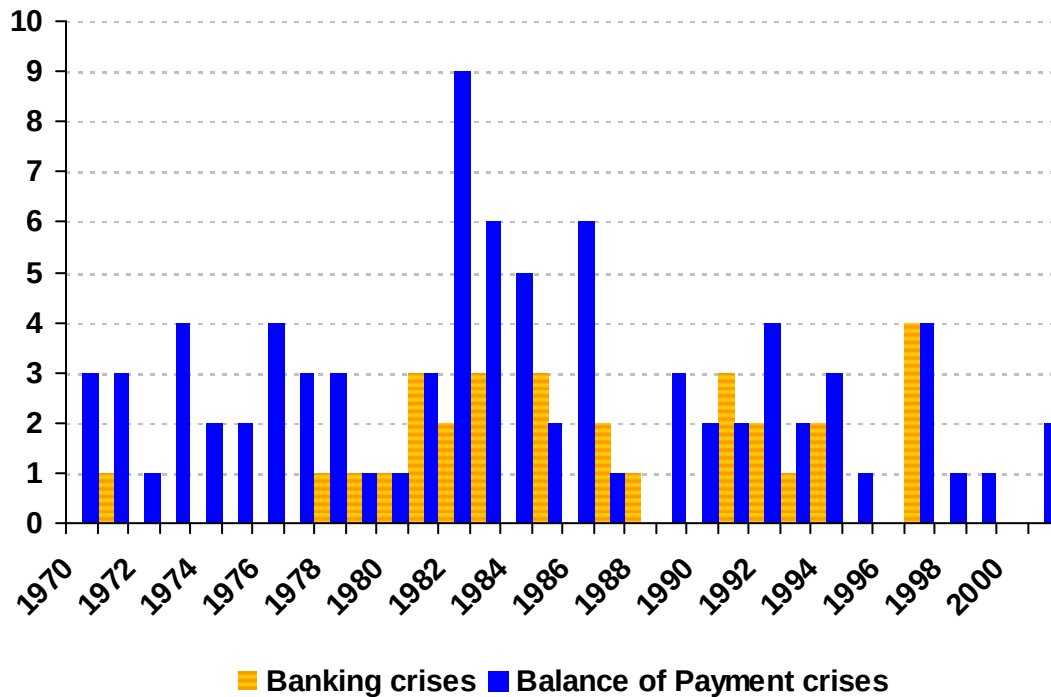
ตารางที่ 3.4 สถิติของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ทั้งวิกฤตสถาบันการเงินและวิกฤตดุลการชำระเงิน
ปี 1970 – 2001

	จำนวนครั้ง			
	1970-79	1980-89	1990-99	2000-01
Banking Crises	3	15	12	0
Balance of Payments Crises	26	36	20	2
Total	29	41	32	2

ที่มา : Kaminsky and Reinhart (1999) และหลายแหล่ง

¹⁶ ข้อมูลวิกฤตเศรษฐกิจแบ่งเป็น 2 ประเภทคือ วิกฤตสถาบันการเงิน และวิกฤตดุลการชำระเงิน โดยข้อมูลปี 1970-1995 มาจาก Kaminsky and Reinhart (1999) “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems” American Economic Review และ 1996- 2001 จากหลายแหล่ง

แผนภาพที่ 3.10 สถิติของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ทั้งวิกฤตสถาบันการเงินและวิกฤตดุลการชำระเงิน
ปี 1970 - 2001



ที่มา : Kaminsky and Reinhart (1999) และ หลายแหล่ง

โอกาสในการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจยังมีอยู่ ปัญหาสำคัญของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนคือการผันผวนของเงินทุน และในกรณีที่ร้ายแรงส่งผลให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ การที่ประเทศต่างๆ ในโลกมีการเชื่อมโยงกันมากขึ้นผ่านตลาดการเงิน ทำให้ปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งทางลบและบวกส่งถึงกันรวดเร็วและในระดับที่รุนแรงขึ้น เช่น การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทยที่ส่งผลไปถึงประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค หรือการเกิดปัญหาค่าเงินรูเบิลและตราสารหนี้ในรัสเซียที่ส่งผลกระทบไปถึงประเทศอื่น ๆ ที่ห่างไกลจากรัสเซีย ทั้งฮ่องกง บราซิลและเม็กซิโก ตลอดจนตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนาอื่น ๆ

วิกฤตเศรษฐกิจล่าสุด คือวิกฤตการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ภายหลังได้ถูกถามเป็นวิกฤตการเงินโลกนั้น เริ่มจากการเพิ่มขึ้นและลดลงของราคาทรัพย์สินในตลาดที่อยู่อาศัย (Boom and bust in housing markets) โดยเฉพาะการเพิ่มขึ้นของราคาในตลาดที่อยู่อาศัยในช่วง ปี 2005 - 2006 ตลอดจนการเก็งกำไร การลงทุนและกู้ยืม/ให้สินเชื่อความเสี่ยงสูงก่อนก่อตัวเป็นปัญหาซับไพรม์ในตลาดสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Sub-prime in housing markets) ในปี 2007

เมื่อราคาทรัพย์สินเพิ่มสูงขึ้น ธนาคารกลางสหรัฐ (Federal Reserve Banks) ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยหลายครั้ง โดยในครั้งสุดท้ายเมื่อวันที่ 29 มิถุนายน 2006 จากร้อยละ 5 มาอยู่ที่ร้อยละ 5.25 ทำให้ลูกหนี้กลุ่มที่อยู่อาศัยส่วนหนึ่งเริ่มไม่สามารถชำระหนี้ได้และกลายเป็นหนี้เสีย และส่งผลให้ราคาที่ดิน

อยู่อาศัยในตลาดเริ่มลดลง ซึ่งต่อมาได้ส่งผลกระทบอย่างรุนแรงต่อสถาบันการเงินที่ปล่อยกู้และนักลงทุนที่ลงทุนในตราสารทางการเงินที่เกี่ยวกับที่อยู่อาศัย

ปัญหาในสถาบันการเงินมีความชัดเจนและทวีความรุนแรงอย่างรวดเร็วในเดือนกันยายน 2008 เมื่อรัฐบาลสหรัฐประกาศเข้าแทรกแซงกิจการบริษัท Fannie Mae และ Freddie Mac ซึ่งเป็นสถาบันการเงินขนาดใหญ่ของสหรัฐฯ ในวันที่ 7 กันยายน 2008 และอีกหนึ่งสัปดาห์ต่อมา Lehman Brothers ซึ่งเป็นวาณิชธนกิจที่ใหญ่เป็นอันดับ 4 ของสหรัฐฯ ประกาศล้มละลาย ซึ่งธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ประกาศอย่างเป็นทางการว่าจะไม่ให้ความช่วยเหลือใด ๆ แก่ Lehman Brothers ซึ่งการประกาศดังกล่าวได้สร้างความกังวลและส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อตลาดการเงินสหรัฐฯ โดย Dow Jones สูงสุด 11,629 จุด เมื่อวันที่ 3 กันยายน 2551 ก่อนตกลงต่ำสุดที่ 7,773 จุด เมื่อวันที่ 10 ตุลาคม 2008 โดยลดลง 3,856 จุด หรือร้อยละ 33.1 จากจุดสูงสุดในเดือนกันยายน 2008

การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีโอกาสดำเนินต่อไปและสามารถส่งผลกระทบในวงกว้าง ดังเหตุผลที่ได้กล่าวมาแล้ว

3.2 แนวโน้มสำคัญของตลาดทุนโลก

3.2.1 ตลาดทุนโลกเติบโตอย่างต่อเนื่องและขยายตัวอย่างก้าวกระโดดในกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่

ในช่วงตลอดทศวรรษที่ 20 ถือได้ว่าตลาดทุนโลกได้เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งปัจจัยที่ได้ส่งเสริมให้ขนาดของตลาดทุนในภูมิภาคต่าง ๆ ของโลก ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (Developed Markets) และกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ (Emerging Markets) โดยเฉพาะกลุ่มประเทศเกิดใหม่ พบว่าตลอด 5 ปีที่ผ่านมา อัตราการขยายตัวโดยเฉลี่ยขนาดของตลาดทุน (Market Capitalization) เติบโตร้อยละ 71.4 ต่อปี ซึ่งสูงกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วมาก เนื่องจากลักษณะของตลาดได้เข้าสู่ภาวะอิ่มตัว (Mature Markets) เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา ขนาดของตลาดทุนขยายตัวเพียงร้อยละ 12.5 ต่อปี ในช่วง 2002 – 2007 หรือประเทศญี่ปุ่น ประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่สุดในเอเชีย ตลาดหลักทรัพย์กลับขยายตัวเพียงร้อยละ 17.6 ต่อปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ซึ่งทั้งสองประเทศมีอัตราการขยายตัวต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของโลกที่ขยายร้อยละ 24.1 ต่อปี (ตารางที่ 3.5)

ตารางที่ 3.5 ขนาดของตลาดทุนของโลก (Market Capitalization)

Year	Stock Market Capitalization (Billion USD)						Average Annual Growth (%)	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2006-07	2002-07
World	22,077.4	31,202.3	37,168.4	37,168.4	50,826.6	65,105.6	28.1%	24.1%
EU	5,524.0	7,754.0	9,270.3	9,555.7	13,068.8	14,730.9	12.7%	21.7%
US	11,055.6	14,266.0	16,323.5	17,000.9	19,569.0	19,922.3	1.8%	12.5%
Japan	2,069.3	4,904.6	5,844.7	7,542.7	4,795.8	4,663.8	-2.8%	17.6%
Emerging Markets	1,415.8	3,947.3	5,143.0	6,573.7	11,692.4	20,950.2	79.2%	71.4%
- Asia	902.1	2,942.8	3,509.8	4,408.6	6,857.0	13,782.7	101.0%	72.5%
- Latin America	148.7	608.1	849.7	1,161.1	1,454.2	2,292.2	57.6%	72.8%
- Middle East	122.9	96.4	132.8	159.0	657.4	1,275.9	94.1%	59.7%
- Africa	67.4	168.3	442.5	549.3	850.9	1,181.7	38.9%	77.3%
- Europe	174.7	131.8	208.2	295.6	1,872.8	2,417.6	29.1%	69.1%

ที่มา : International Monetary Fund (2009) World Economic Outlook, April 2009

หากพิจารณาการขยายตัวของตลาดทุนในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ด้วยกันนั้น อัตราการขยายตัวอยู่ในระดับที่สูงมากทั้งสิ้น โดยขยายตัวสูงกว่าร้อยละ 50 ต่อปี โดยเฉลี่ยตลอด 5 ปีที่ผ่านมา โดยเอเชียขยายตัวร้อยละ 72.5 ต่อปี กลุ่มประเทศลาตินอเมริกา ขยายตัวร้อยละ 72.8 ต่อปี กลุ่มประเทศแอฟริการ้อยละ 77.3 ต่อปี ขณะที่กลุ่มประเทศเกิดใหม่ในยุโรป ส่วนใหญ่ก็คือ กลุ่มประเทศยุโรปตะวันออกขยายตัวร้อยละ 69.1 ต่อปี สำหรับกลุ่มประเทศตะวันออกกลาง แม้ว่าอัตราการขยายตัวของตลาดทุนตลอดช่วง 5 ปีที่ผ่านมา จะขยายตัวต่ำสุดในกลุ่ม คือ เพียงร้อยละ 59.7 ต่อปี แต่พบว่าในช่วงปี 2007/2006 อัตราการขยายตัวกลับเติบโตแบบก้าวกระโดดที่ร้อยละ 94.1 ต่อปี ปัจจัยที่มาอธิบายการขยายตัวสูงในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา ก็มาจากเงิน Petrodollars¹⁷ ที่ไหลเข้าสู่ตะวันออกกลางอย่างไม่ขาดสาย จากราคาน้ำมันดิบที่ทะยานขึ้น สภาพคล่องที่ไหลท่วมกลุ่มประเทศตะวันออกกลางนี้ ก็ช่วยเติมให้ทั้งภาคเศรษฐกิจ และภาคการเงินตะวันออกกลางเป็นภูมิภาคที่ขยายตัวสูงมากแห่งหนึ่งของโลก

3.2.2 การพัฒนาของตลาดการเงิน การเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน และการขยายตัวของเศรษฐกิจ ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุนในตลาดทุนโลก

Lane and Malesi-Ferretti (2009)¹⁸ ได้ทดสอบทางสถิติและชี้ว่าการขยายตัวของตลาดทุนโลกในช่วงที่ผ่านมาส่วนหนึ่งเป็นผลจากการพัฒนาตลาดทุนภายในประเทศของแต่ละประเทศ (Domestic financial development) ทั้งด้านภาคธนาคาร (Banking sector) และตลาดหลักทรัพย์ (Stock market) และตลาดตราสารหนี้ (Fixed income market) ในประเทศ ซึ่งตลาดทุนในประเทศที่ได้รับการพัฒนาแล้วนั้น จะช่วยให้การซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนทำได้ง่ายขึ้นกว่าในอดีตมาก และในราคาต้นทุน (Transaction cost) ที่ถูกลง

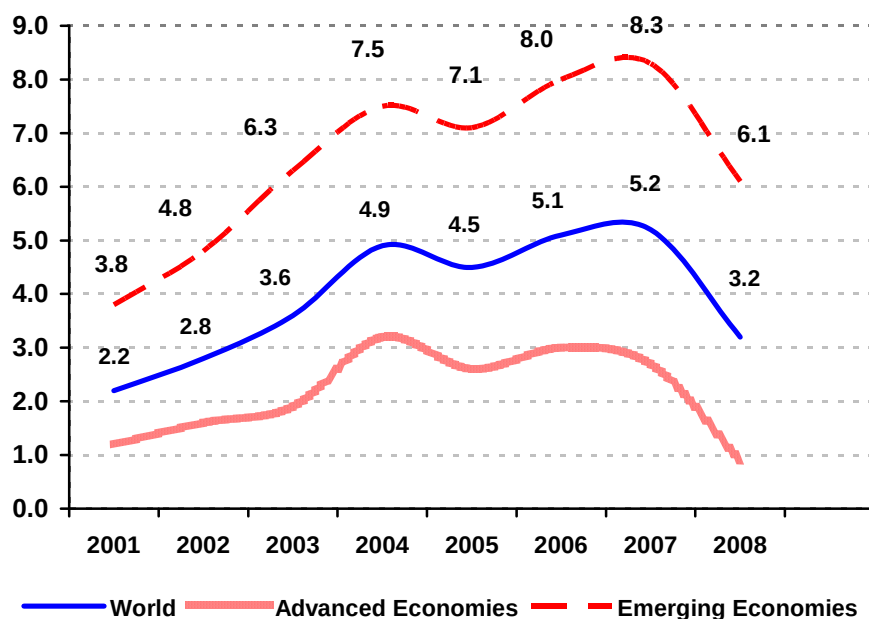
อีกปัจจัยหนึ่งที่ผลักดันให้ตลาดทุนโลกเติบโตต่อเนื่อง มาจากการเปิดเสรีของภาครัฐ ที่ผ่านมานี้ แนวโน้มที่สำคัญของเศรษฐกิจโลก คือ การเปิดเสรีของทั้งภาคการค้า (Trade Liberalization) และเสรีของภาคการเงิน (Financial Liberalization) การลดข้อจำกัดและช่วยให้ทำธุรกรรมมีความสะดวกขึ้น และต้นทุนต่ำลง ก็ช่วยผลักดันให้เม็ดเงินหมุนเวียนในตลาดทุนโลกสูงขึ้น จากหลายงานวิจัยที่ผ่านมา อาทิ Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2009) และ Lane and Malesi-Ferretti (2009) ก็สรุปไปในทิศทางเดียวกันว่าการเปิดเสรีและการผ่อนคลายกฎระเบียบเป็นตัวช่วยที่สำคัญที่ทำให้เกิดโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน (Financial Globalization) และทำให้ขนาดของสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial assets) รวมถึงเงินทุนไหลเวียนในตลาดทุนโลกเติบโตอย่างก้าวกระโดด

¹⁷ Petrodollars คือ รายได้จากขายน้ำมันดิบของกลุ่มตะวันออกกลาง ซึ่งถือว่าเป็นแหล่งที่ผลิตและส่งออกน้ำมันประมาณ 1 ใน 3 ของโลก โดยราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น ส่งผลให้รายได้จากการส่งออกน้ำมันดิบ ส่งผลให้มีเม็ดเงินเหรียญสหรัฐ กลับเข้าประเทศเป็นจำนวนมาก (<http://www.investopedia.com/terms/p/petrodollars.asp>)

¹⁸ Lane and Malesi-Ferretti (2009) "The Drivers of Financial Globalization", unpublished,

สำหรับการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้ตลาดทุนโลกขยายตัวสูงในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งสามารถอธิบายได้จากการที่นักลงทุนภายในประเทศมีกำลังเพียงพอที่จะเข้าถึงตลาดทุนในต่างประเทศ โดยเฉพาะการเข้าไปซื้อหลักทรัพย์ข้ามชาติได้ (Cross-border asset trade) ทั้งในรูปแบบของหลักทรัพย์ และสินทรัพย์ ขณะเดียวกัน การกระจายการถือทรัพย์สินจากในรูปแบบของสินทรัพย์ภายในประเทศ ออกไปถือในรูปแบบของสินทรัพย์ในต่างประเทศ ยังสามารถอธิบายได้ในรูปของทฤษฎีการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ซึ่งเฉพาะในกรณีของประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งมีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับต่ำ โดยในช่วงปี 2001-2008 อัตราการขยายตัวเฉลี่ยทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (Advanced economies) อยู่ที่ร้อยละ 2.1 ต่อปี ซึ่งต่ำกว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก (World economies) ที่ขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 3.9 ต่อปี และอัตราการขยายตัวของกลุ่มเศรษฐกิจประเทศเกิดใหม่ (Emerging economies) ที่เติบโตเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 6.5 ต่อปี ซึ่งการขยายตัวของเศรษฐกิจที่สูงในกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา (Developing economies) หรือ กลุ่มเศรษฐกิจประเทศเกิดใหม่ (Emerging economies) นอกจากจะช่วยให้เกิดการสะสมความมั่งคั่งภายในกลุ่มประเทศดังกล่าวขึ้นแล้ว นักลงทุนจากกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ก็มีการกระจายความเสี่ยง รวมถึงการพยายามหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยจากเข้าไปลงทุนและซื้อสินทรัพย์ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่เหล่านี้ ดังจะเห็นได้จากสัดส่วนของการลงทุนของกองทุนรวมและกองทุนบำเหน็จบำนาญในช่วงที่ผ่านมาของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว มีแนวโน้มที่เข้าไปลงทุนในตลาดทุนระหว่างประเทศเพิ่มมากขึ้นกว่าแต่ก่อน (แผนภาพที่ 3.11)

แผนภาพที่ 3.11 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกระหว่างปี 2001 - 2008



ที่มา : IMF (2009) World Economic Outlook, April 2009

3.2.3 ตลาดทุนกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่มีผลตอบแทนสูงและขยายตัวอย่างก้าวกระโดด

จากการศึกษาพบว่า นอกจากเหตุผลด้านการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ที่ทำให้มีการโยกย้ายเงินจากกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วไปสู่กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ปัจจัยขับเคลื่อนอีกส่วนก็มาจกผลตอบแทนของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มประเทศพัฒนา สิ่งที่เป็นเครื่องพิสูจน์อย่างชัดเจน และก็เป็นตัวดึงดูดให้นักลงทุนต่างๆ เลือกที่จะเข้าไปลงทุนกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา โดยผลตอบแทนของดัชนี MSCI ของกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (Mature economies) สามารถสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วง 2003 – 2007 เพียงร้อยละ 15.2 ต่อปี ในขณะที่กลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ (Emerging economies) กลับสร้างผลตอบแทนถึงร้อยละ 34.0 ต่อปี ตลอดช่วง 5 ปี โดยเฉพาะกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาใหม่ (Frontier economies) อาทิ กลุ่มประเทศในตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ กลับสามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่ากลุ่มประเทศกำลังพัฒนาเดิม อย่างกลุ่มประเทศในเอเชีย และอเมริกาใต้ โดยสร้างผลตอบแทนร้อยละ 35.3 ต่อปีในช่วงปี 2003 - 2007 (ตารางที่ 3.6)

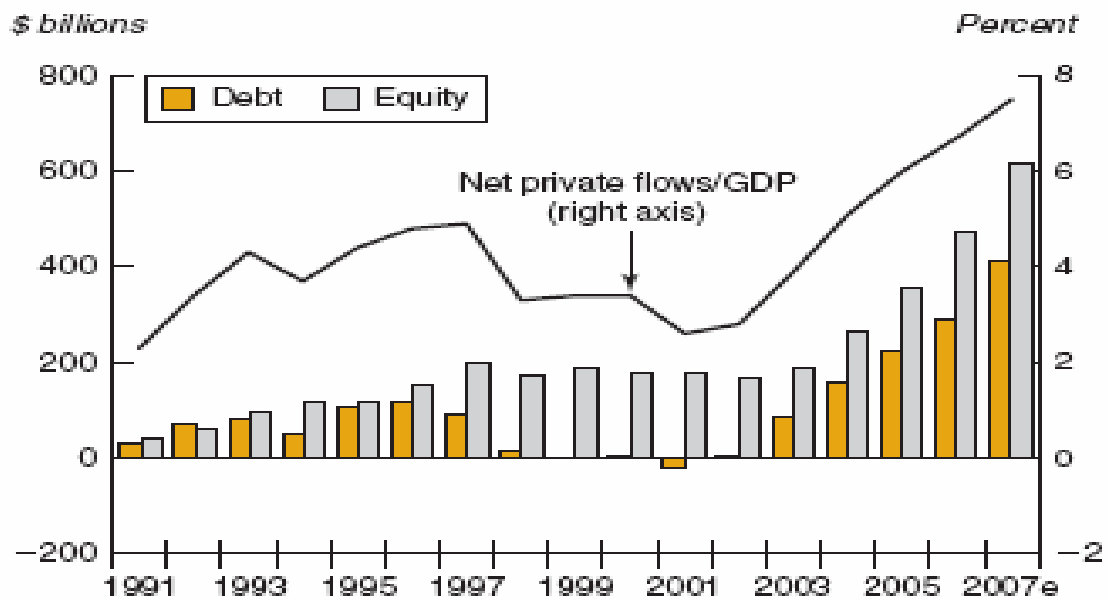
ตารางที่ 3.6 อัตราผลตอบแทนในดัชนี MSCI ในกลุ่มประเทศ (ร้อยละ)

Market Type	2003	2004	2005	2006	2007	2003-07
Mature	30.8	12.1	8.4	17.8	7.1	15.2
Emerging	51.7	22.4	30.4	29.1	36.5	34.0
Frontier	35.2	47.8	16.6	33.5	43.3	35.3

ที่มา : World Bank (2008) Global Development Finance 2008

เงินลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้ ไหลเข้ากลุ่มประเทศกำลังพัฒนา พบว่าจากปี 2000 สัดส่วนของเงินทุนในส่วนของทุน (Equity) ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ที่ไหลเข้าสู่ประเทศกำลังพัฒนาจากที่อยู่ประมาณร้อยละ 2 กลับเพิ่มขึ้นมากกว่าร้อยละ 6 ของ GDP ในปี 2007 (แผนภาพที่ 3.12)

แผนภาพที่ 3.12 เงินทุนไหลเข้าสู่กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา



ที่มา : World Bank (2008) Global Development Finance 2008

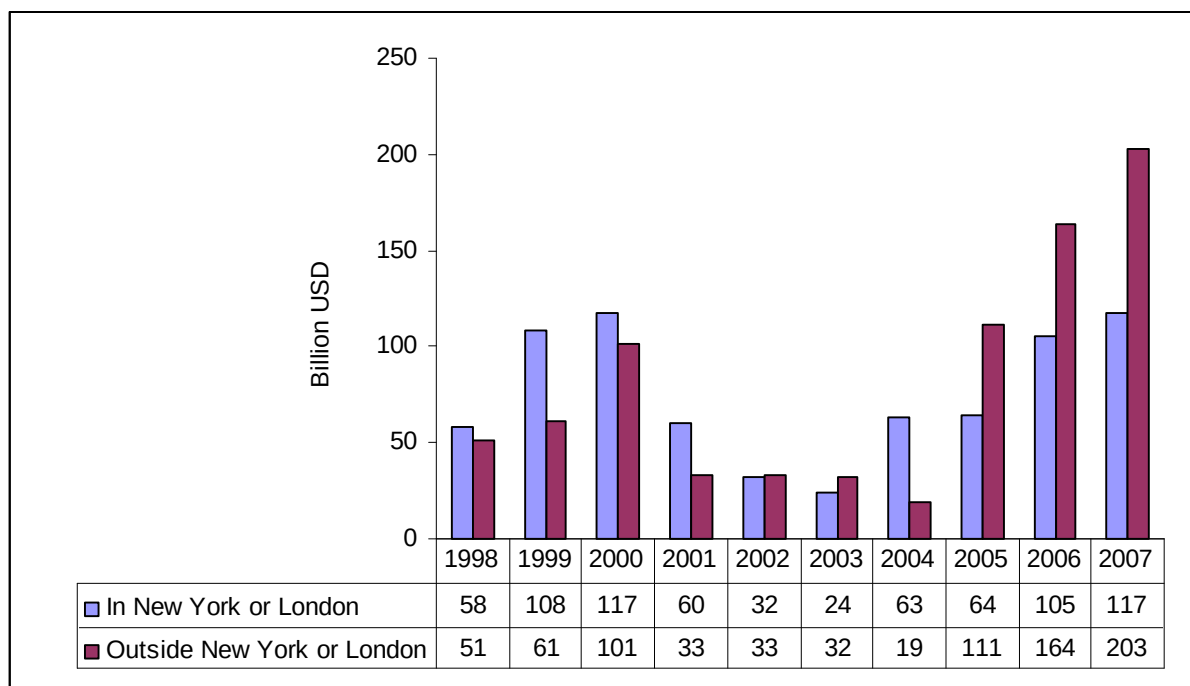
3.2.4 ศูนย์กลางทางการเงินโลกกำลังมีบทบาทน้อยลง

ผลจากการเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วของตลาดทุนในภูมิภาคต่างๆ ทำให้เกิดปรากฏการณ์ใหม่ขึ้นในตลาดการเงินโลก คือ บทบาทของศูนย์กลางทางการเงินโลกอย่าง New York และ London ถูกลดบทบาทลง จะเห็นได้จากการระดมทุนของ Initial Public Offering (IPO) หุ้นของบริษัทชั้นนำของโลกมีจำนวนที่ออกขายใน New York และ London ในสัดส่วนที่น้อยลง โดย 20 IPO ที่ใหญ่ที่สุดของโลกในปี 2007 มีเพียง 4 บริษัทเท่านั้นที่นำออกขายใน New York และ London ขณะที่เหลือกลับขายกระจายในภูมิภาคต่างๆ ของโลกแทน ได้แก่ 5 บริษัทออกขายใน Hong Kong และ Shanghai 3 บริษัทใน Sao Paulo และ 2 บริษัทใน Madrid เป็นต้น ตรงข้ามกับในปี 2002 20 IPO ที่ใหญ่ที่สุดของโลก มี 10 บริษัทที่ออกขายใน New York และ London

แม้ว่าจำนวนบริษัทขนาดใหญ่จะจดทะเบียนในตลาด New York และ London น้อยลงในช่วงที่ผ่านมา แต่มูลค่าของ IPO ในตลาดดังกล่าวก็เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในช่วงปี 2001 – 2007 มูลค่าของ IPO ในตลาด New York และ London ขยายตัวร้อยละ 12 ต่อปี ขณะที่มูลค่า IPO นอกตลาดดังกล่าวขยายตัวร้อยละ 35 ต่อปี ปัจจัยสำคัญที่ทำให้บทบาทของศูนย์กลางการเงินกำลังมีบทบาทน้อยลงส่วนแรกมาจากการที่เงินทุนต่างๆ และนักลงทุนต่างๆ ได้ไหลเข้าไปลงทุนในตลาดทุนประเทศต่างๆ มากขึ้น เพียงพอต่อการระดมทุนของธุรกิจ จึงไม่จำเป็นต้องมาระดมทุนที่ศูนย์กลางการเงินอย่าง New York และ London

ประการที่สอง มาจากการที่การพัฒนาตลาดทุนในประเทศมีความกว้างและลึกมากขึ้น โดยเฉพาะจำนวนนักลงทุนในประเทศมีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น และเติบโตอย่างรวดเร็ว อาทิ นักลงทุนรายย่อยของจีนนับตั้งแต่ปี 2002-2007 หรือ 5 ปีที่ผ่านมา มีอัตราการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักลงทุนกว่าร้อยละ 140 หรือแม้แต่ปัจจัยด้านเศรษฐกิจและสภาพคล่องภายในประเทศที่มีขนาดและอัตราการขยายตัวที่สูงในประเทศต่างๆ ทำให้มีสภาพคล่องที่เพียงพอกับความต้องการทุนของธุรกิจในประเทศ แม้ว่าจะเป็นการระดมทุนขนาดใหญ่ จึงลดความจำเป็นที่จะต้องระดมทุนจากภายนอกประเทศเหมือนในอดีต (แผนภาพที่ 3.13 และแผนภาพที่ 3.14)

แผนภาพที่ 3.13 มูลค่า IPO ในโลก ระหว่างปี 1998 - 2007

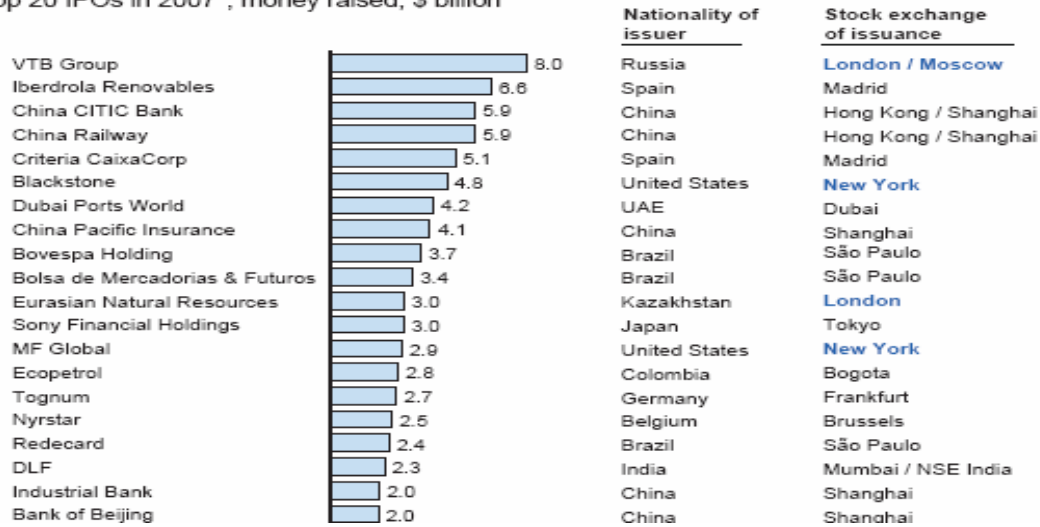


ที่มา : Global McKinsey Institute (2008)

แผนภาพที่ 3.14 มูลค่า IPO ที่ใหญ่ที่สุด 20 อันดับแรกของโลกปี 2007

Of the top 20 IPOs in 2007, only 4 listed in New York or London

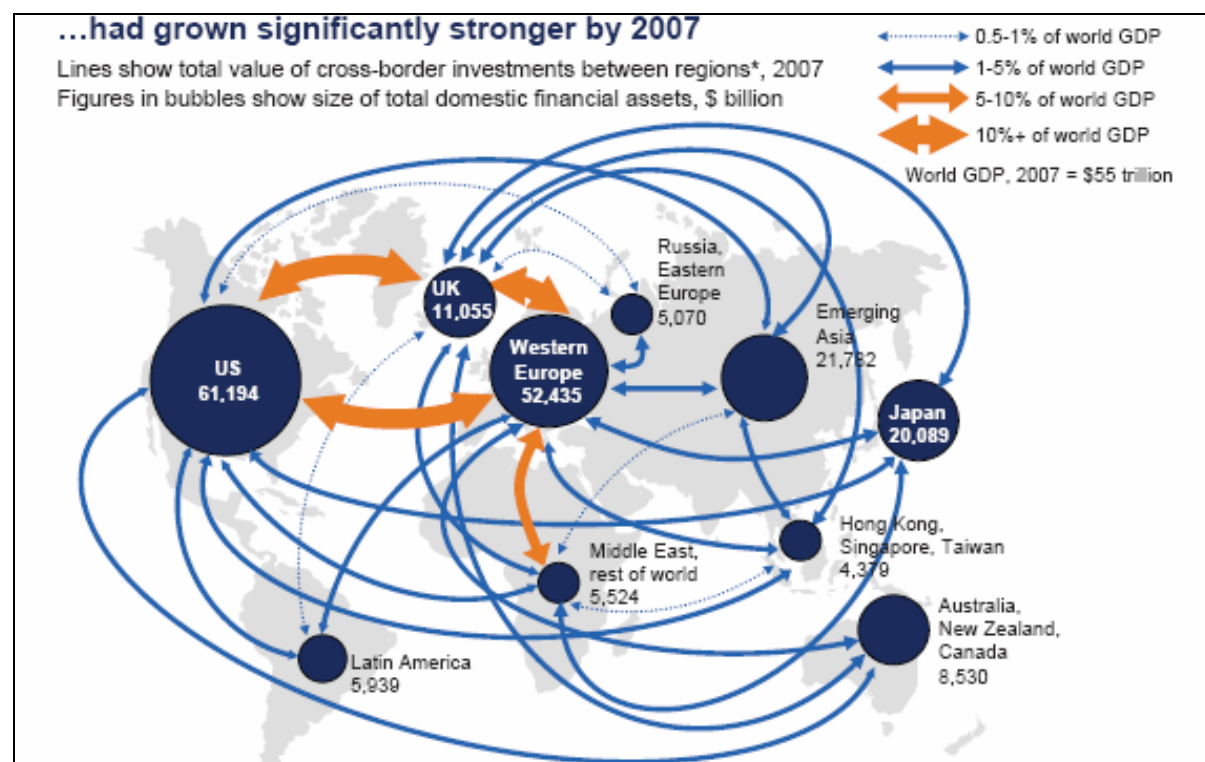
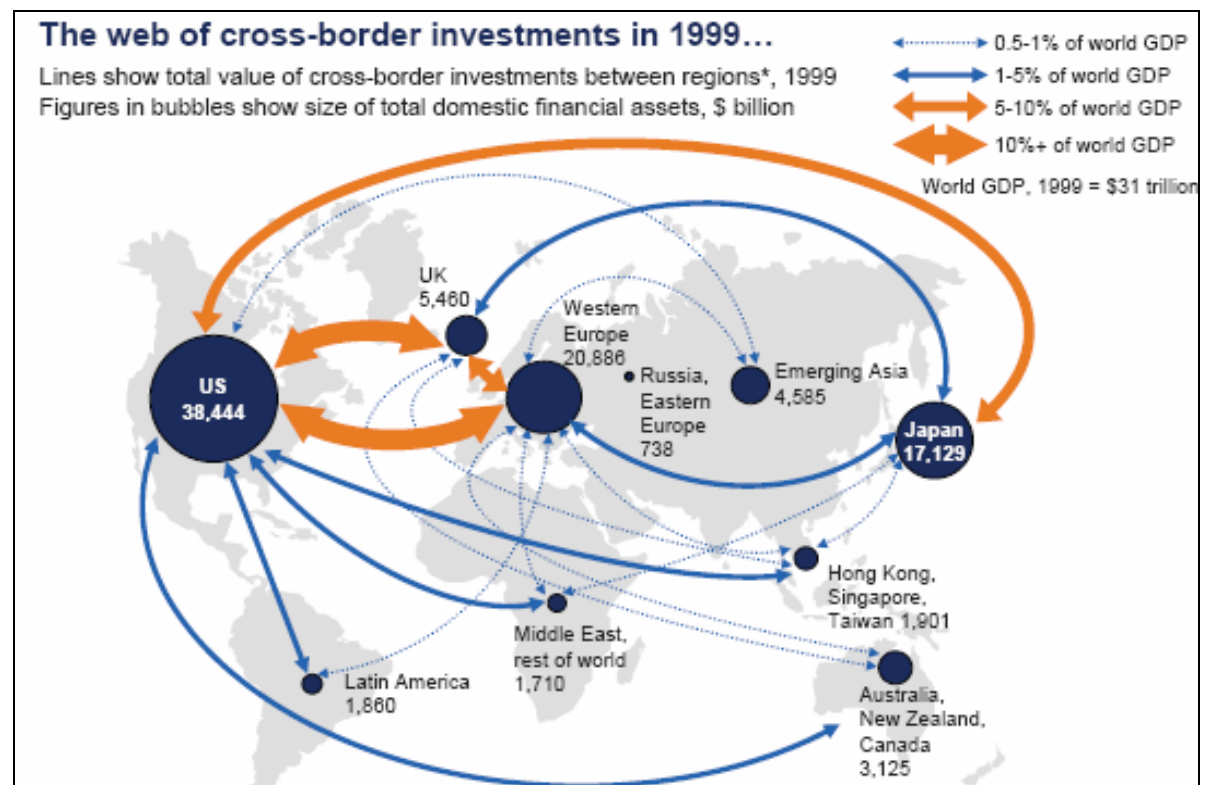
Top 20 IPOs in 2007*, money raised, \$ billion



ที่มา : Global McKinsey Institute (2008)

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาโดยแยกจากความเป็นมหาอำนาจทางการเงินจากขนาดของตลาดและสินทรัพย์ พบว่าสหรัฐ ยังคงเป็นมหาอำนาจทางการเงินจากการที่มีขนาดของสินทรัพย์ทางการเงินที่ใหญ่ที่สุดในโลก ขณะเดียวกันก็เป็นเจ้าของสินทรัพย์ต่างประเทศ และมีหนี้สินต่างประเทศมากที่สุดเช่นกัน เนื่องจากโครงสร้างของสหรัฐ มีลักษณะโครงสร้างทางการเงินภายในประเทศที่กว้างและลึก รวมถึงมีจำนวนฐานนักลงทุนที่ใหญ่ ขณะที่การเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศช่วยให้ตลาดทุนของทั้งสหรัฐ และประเทศต่าง ๆ เติบโตอย่างรวดเร็ว จะเห็นได้ว่าในปี 1999 นั้น มูลค่าของสินทรัพย์ทางการเงินทั่วโลกมีประมาณ 34.9 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ แต่ในปี 2007 เพิ่มขึ้นเป็น 92.6 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ อย่างไรก็ตาม ช่องทางการไหลเวียนของกระแสเงินโลกตลอดช่วงเวลานับตั้งแต่ปี 1999 ถึงปี 2007 ยังคงพบว่าช่องทางหลักยังอยู่ระหว่าง สหรัฐ-อังกฤษ-ยุโรป เป็นหลัก ขณะที่ช่องทางการหมุนเวียนของกระแสเงินทุนในภูมิภาคอื่น ๆ ก็พบว่าขยายตัวอย่างก้าวกระโดด แต่ขนาดของมูลค่ายังไม่เทียบเท่ากับกระแสหลักระหว่าง สหรัฐ-อังกฤษ-ยุโรปได้ (แผนภาพที่ 3.15)

แผนภาพที่ 3.15 การลงทุนข้ามชาติในภูมิภาคต่าง ๆ ของโลกในปี 1999 และ 2007



ที่มา : Global McKinsey Institute (2008)

3.3 แนวโน้มนักลงทุนกลุ่มสำคัญในตลาดทุนโลก

3.3.1 การเพิ่มความสำคัญของ Sovereign Wealth Funds และ Hedge Funds

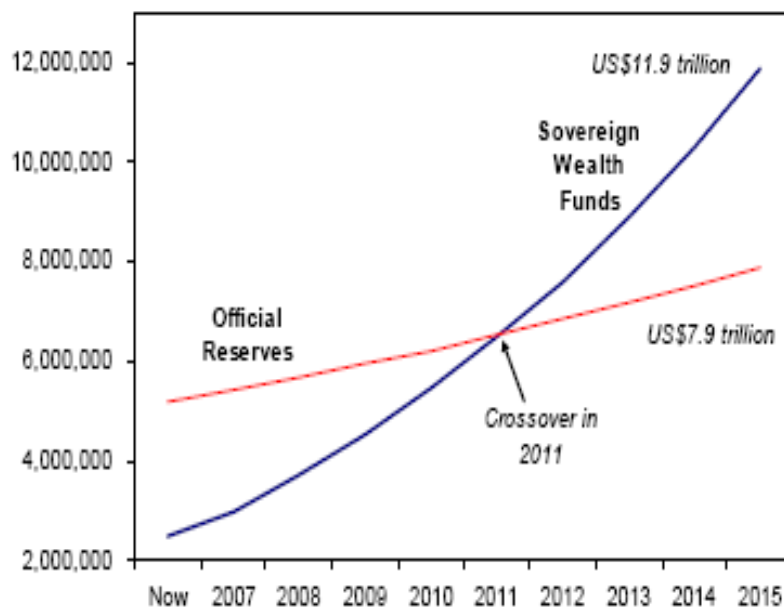
ในตลาดการเงินโลกมีกองทุน 2 ประเภทที่มีบทบาทเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและมีแนวโน้มทวีความสำคัญต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ คือ Sovereign Wealth Funds และ Hedge Funds

กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund or SWF) หมายถึง กองทุนของรัฐบาลที่มีทุนเป็นสินทรัพย์ต่างประเทศ และได้รับการบริหารจัดการแยกจากสินทรัพย์อื่นๆ ของประเทศ ตามปกติจะให้ความสำคัญกับการลงทุนและผลตอบแทนการลงทุนระยะยาว

SWF มีบทบาทมากขึ้นเรื่อยๆ ในระบบการเงินโลก เนื่องจากมีขนาดที่ใหญ่มากขึ้น และรูปแบบการลงทุนที่ต่างไปจากการลงทุนของรัฐบาลประเภทอื่น ๆ SWF มีบทบาทในการช่วยเสริมเสถียรภาพตลาดการเงินโลก โดยเฉพาะในปี 2007 – 2008 ที่เกิดวิกฤตซับไพร์ม SWF ของจีน ลงทุนซื้อหุ้นในสถาบันการเงินของสหรัฐฯ (Morgan Stanley and the Blackstone Group)

Morgan Stanley ประมาณการว่าในปี 2015 SWF จะมีมูลค่า 11.9 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ หรือขยายตัว ร้อยละ 17.4 ต่อปี (Annual compound growth rate) ในช่วงปี 2007 – 2015 (แผนภาพที่ 3.16)

แผนภาพที่ 3.16 อัตราการเติบโตของกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ



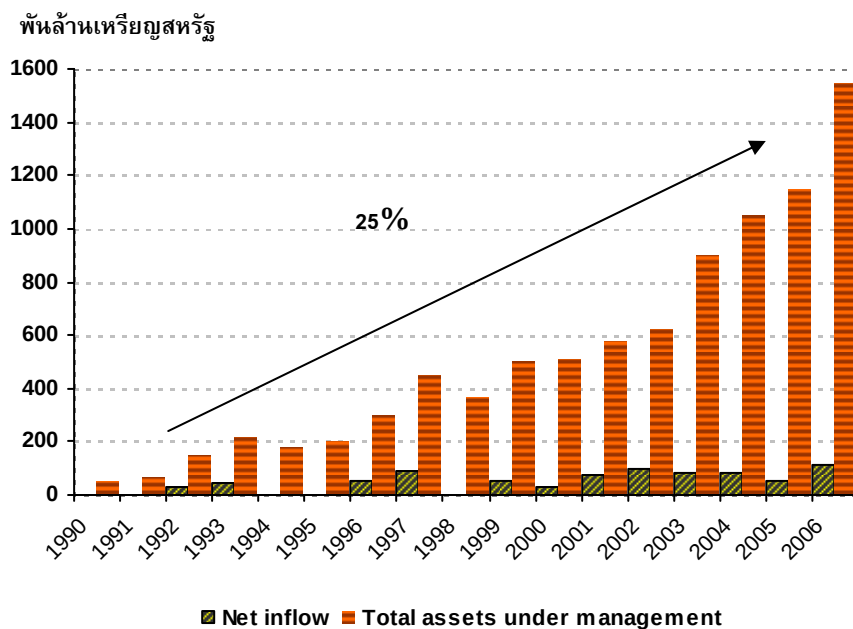
ที่มา : Morgan Stanley

กองทุนบริหารความเสี่ยง (Hedge funds) ไม่มีค่านิยมเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป แต่ตามปกติจะหมายถึงกองทุนที่มีลักษณะดังต่อไปนี้ 1) แสวงหากำไรในการลงทุนโดยไม่จำกัดวิธีการลงทุน 2) ใช้วิธีการกู้ยืมเพื่อนำมาลงทุนและใช้ตราสารอนุพันธ์ (Use of leveraged and derivative securities)

และ 3) ลงทุนโดยวิธีการทำ arbitrage หรือ การทำกำไรในตราสารทางการเงินที่มีราคาผิดปกติไม่สอดคล้องกับราคาที่จะเป็น และการ hedging หรือการลงทุนโดยมีการบริหารความเสี่ยง ที่เน้นผลตอบแทนแบบค่าสมบูรณ์ หรือคงที่ (Absolute return) มีการใช้ตราสารอนุพันธ์ (Financial derivatives) หรือวิธีการทางการเงินใหม่ๆ (Financial innovation) เพื่อรักษาผลตอบแทนให้คงที่

Hedge funds มีการขยายตัวอย่างรวดเร็วโดย จากปี 1990 – 2006 ทรัพย์สินภายใต้การบริหารของ Hedge funds เพิ่มขึ้นร้อยละ 25 ต่อปี (Compound annual growth rate) และประเมินว่ามีแนวโน้มขยายตัวสูงต่อเนื่อง (แผนภาพที่ 3.17)

แผนภาพที่ 3.17 อัตราการเติบโตของกองทุนบริหารความเสี่ยง ปี 1990 – 2006



ที่มา : Cole, Roger T. (2007) “Hedge funds, credit risk transfer and financial stability”

ถึงแม้ว่าเมื่อเปรียบเทียบปริมาณสินทรัพย์การลงทุนที่บริหารโดยกองทุนต่าง ๆ ทั่วโลก¹⁹ ประมาณว่า Hedge funds มีขนาดเพียงร้อยละ 5 เท่านั้น อย่างไรก็ตาม Hedge funds มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและในปริมาณที่สูง มีการประมาณว่า มีการซื้อขายที่ระหว่างร้อยละ 30 – 50 ของปริมาณการซื้อขายต่อวัน (Daily turnover) ของ New York Stock Exchange (NYSE) และ London Stock Exchange (LSE)

¹⁹ Financial Services Authority (2005) “Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement” discussion paper 05/04, page 14

การลงทุนของ Hedge funds ขนาดใหญ่ สามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงินได้ แนวโน้มการลงทุนของ Hedge funds ในภูมิภาคต่าง ๆ ของโลกซึ่งขยายตัวอย่างรวดเร็ว และมีลักษณะเป็นการลงทุนระยะสั้น และสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างตลาดได้อย่างรวดเร็วในปริมาณสูง เมื่อเห็นช่องทางและโอกาสที่ดีกว่า จะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อความมั่นคงของระบบการเงินได้ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีขนาดเล็กและมีสภาพคล่องต่ำ

3.3.2 กองทุนบำเหน็จบำนาญ

กองทุนบำเหน็จบำนาญ หรือ Pension fund คือ กองทุนที่นำผลประโยชน์จ่ายเป็นบำเหน็จหรือบำนาญแก่สมาชิกกองทุนที่เกษียณอายุหรือต้องออกจากงาน หน่วยราชการหรือหน่วยธุรกิจเอกชน จัดตั้งกองทุนนี้เพื่อเป็นสวัสดิการแก่ลูกจ้าง แหล่งเงินของกองทุนมาจากการจ่ายเงินสมทบของนายจ้าง ลูกจ้าง และรัฐบาล ซึ่งอาจเป็นฝ่ายเดียว สองฝ่าย หรือสามฝ่าย²⁰ สำหรับประเทศอื่น ๆ มีการเรียกใช้คำสำหรับ Pension fund นี้ต่าง ๆ กัน คำที่ใช้ในประเทศสหรัฐอเมริกาเรียกว่า Retirement Plan ในอังกฤษและไอร์แลนด์ใช้คำว่า Pension Scheme ในประเทศออสเตรเลียใช้คำว่า Superannuation Plan นอกจากนี้วัตถุประสงค์ส่วนใหญ่ของ Pension fund ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นแล้ว Pension fund ยังมีประโยชน์ทางด้านภาษีทั้งทางฝ่ายลูกจ้างและนายจ้างอีกด้วย²¹

ประเภทของ Pension fund สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทดังนี้คือ

1. กองทุนบำเหน็จบำนาญแบบเปิด และแบบปิด

- แบบเปิด คือ กองทุนที่รองรับ Pension plan ที่ไม่มีข้อจำกัดทางด้านสมาชิก
- แบบปิด คือ กองทุนที่รองรับ Pension plan ซึ่งเจาะจงเฉพาะลูกจ้างที่อยู่ในแผนเท่านั้น ทั้งนี้ กองทุนแบบปิดนี้ ได้แก่²²
 - Single employer pension funds กองทุนบำเหน็จบำนาญที่จัดตั้งโดยนายจ้างคนเดียว
 - Multi-employer pension funds กองทุนบำเหน็จบำนาญที่จัดตั้งโดยนายจ้างหลายคน
 - Related member pension funds กองทุนบำเหน็จบำนาญที่ประกอบด้วยสินทรัพย์ของสมาชิกจำนวนจำกัดจากสมาชิกที่เป็นส่วนทั้งหมดของกองทุนบำเหน็จบำนาญ
 - Individual pension funds กองทุนบำเหน็จบำนาญที่ประกอบด้วยทรัพย์สินและสวัสดิการของลูกจ้างแต่ละคน ซึ่งตามปกติเป็นบัญชีของบำนาญลูกจ้างคนเดียวหลาย ๆ บัญชีรวม ๆ กัน

²⁰ <https://finance.myfirstinfo.com/Vocab.aspx?Word=80&Id=7862>

²¹ <http://en.wikipedia.org/wiki/Pension>

²² <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=5241>

2. กองทุนบำเหน็จบำนาญแบบควบคุมโดยรัฐและภาคเอกชน

ในปัจจุบัน กองทุนบำเหน็จบำนาญ มีบทบาทมากในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก เนื่องจากเป็นนักลงทุนรายใหญ่ของตลาดทุนจากสินทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และมีอัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่องจากเงินของประชาชนที่ใส่เข้าไปในกองทุนเพื่อการออม โดยในช่วง 1997-2007 กองทุนบำเหน็จบำนาญในกลุ่มประเทศพัฒนามีอัตราการเติบโตเฉลี่ยร้อยละ 7.4 ต่อปี โดยมูลค่ารวมกันกว่า 24.9 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2007 เพิ่มขึ้นจาก 12.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 1997 โดยประเทศที่มีขนาดกองทุนใหญ่ที่สุดในโลก ได้แก่ ประเทศสหรัฐ มีขนาดกองทุนรวมกันกว่า 15 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ รองลงมาได้แก่ ประเทศญี่ปุ่น มีขนาดกองทุน 2.9 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ (ตารางที่ 3.7 ตารางที่ 3.8 และแผนภาพที่ 3.18)

ตารางที่ 3.7 ขนาดของกองทุนบำเหน็จบำนาญในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

Country	1997	2007
Australia	193	934
Canada	517	1,030
France	72	170
Germany	192	364
Hong Kong	17	73
Ireland	37	124
Japan	1,901	2,973
Netherlands	365	993
Switzerland	294	600
UK	1,050	2,646
US	7,893	15,026
Total	12,531	24,932

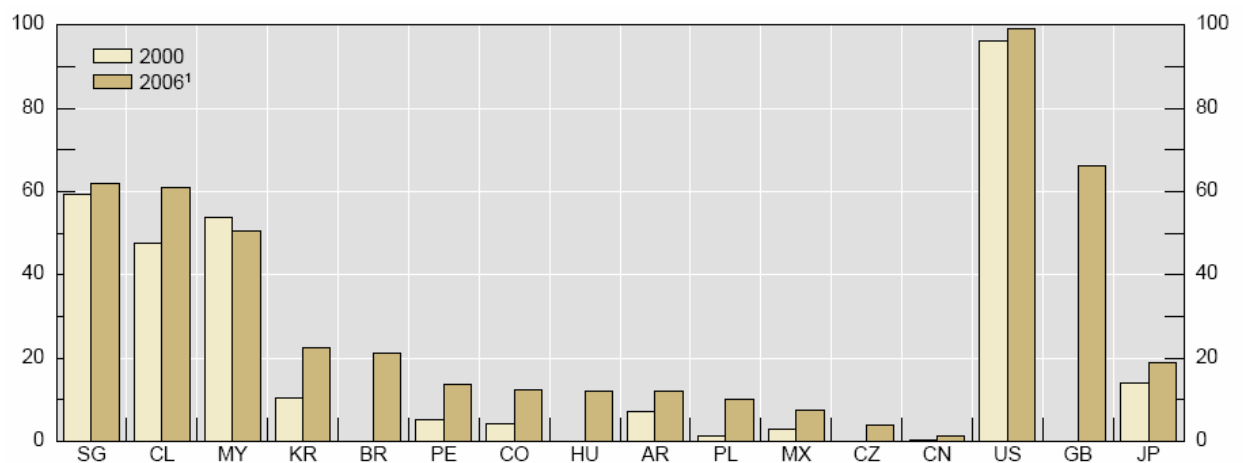
ที่มา : Watson Wyatt (2008) Global Pension Asset Study 2008

ตารางที่ 3.8 กองทุนบำเหน็จบำนาญที่ใหญ่ที่สุดของโลก 9 อันดับแรก

Country	Fund	Total Asset (Billion USD)	Inception
Japan	Government Pension Investment Fund	\$935	2006
Norway	Government Pension of Norway	\$391	1990
Netherlands	Stichting Pensioenfond ABP (ABP)	\$313	1922
Canada (Quebec)	Caisse de dépôt et placement du Québec (the Quebec Pension Fund)	\$258	1965
United States (California)	California Public Employees' Retirement System (CalPERS)	\$218	N/A
Netherlands	Stichting Pensioenfond Zorg en Welzijn (PFZW, formerly PGGM)	\$123	1969
Canada	CPP Investment Board (Canada Pension Plan)	\$122	1997
Canada (Ontario)	Ontario Teachers' Pension Plan	\$109	1990
Ireland	National Pension Reserve Fund (NPRF)	\$30	2001

ที่มา : http://en.wikipedia.org/wiki/Pension_fund

แผนภาพที่ 3.18 สัดส่วนของ Pension funds ต่อ GDP ปี 2000 และ 2006



AR = Argentina; BR = Brazil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = Czech Republic; GB = United Kingdom; HU = Hungary; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexico; MY = Malaysia; PE = Peru; PL = Poland; SG = Singapore; US = United States.

ที่มา : Moreno and Santos, “Pension System in EMEs: Implications for Capital Flow and Financial Markets”, BIS Papers No.44

สำหรับประเทศเศรษฐกิจใหม่ (Emerging countries) กองทุนบำเหน็จบำนาญมีแนวโน้มการเติบโตเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ในรอบทศวรรษที่ผ่านมา ทั้งนี้ เนื่องมาจากจำนวนคนในวัยทำงานที่เพิ่มขึ้น และเนื่องด้วยปัญหาเศรษฐกิจ (เช่น วิกฤตการณ์ต้มยำกุ้ง) ทำให้การออมเงินในประเทศเหล่านี้น้อยลง อีกทั้งเพื่อที่ความต้องการจะแบ่งเบาภาระของรัฐบาลในการแบกรับประชากรในวัยเกษียณ

รวมไปถึงการปฏิรูประบบของกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pay-as-you-go plan) ได้ส่งผลให้ประชาชนหันมาออมเงินในรูปแบบกองทุนบำเหน็จบำนาญมากขึ้น ดังจะเห็นได้ตั้งแต่ปี 2000 การเพิ่มขึ้นใน GDP ของการลงทุนเพิ่มขึ้นประมาณ 8% ในประเทศชิลี โคลัมเบีย เปรูและโปแลนด์ และในปี 2006 สัดส่วนการลงทุนในกองทุนบำเหน็จบำนาญได้มีมากกว่า 50% ของ GDP ในประเทศ ชิลี สิงคโปร์ และมาเลเซีย²³ ได้แสดงถึงอัตราการขยายตัวในตลาดการลงทุนด้วย

ผลจากขนาดกองทุนที่เติบโตขึ้น ส่งผลให้ตลาดทุนมีความลึกซึ้งขึ้น (Financial Deepening) เนื่องจากการสร้างให้เกิดอุปสงค์และอุปทานทางการเงินที่หลากหลายตามไปด้วย อาทิเช่น High-yield bond Mortgage backed securities หรือแม้แต่ Interest rate derivative เนื่องจากกองทุนบำเหน็จบำนาญเป็นนักลงทุนสถาบันซึ่งมีความรู้ และเครื่องมือในการวิเคราะห์ที่มากกว่านักลงทุนส่วนบุคคล สำหรับสัดส่วนการลงทุนในกองทุนบำเหน็จบำนาญทั่วโลกนั้น

ขณะที่สัดส่วนการลงทุนพบว่ากองทุนบำเหน็จบำนาญในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว จะให้น้ำหนักการลงทุนในตราสารทุนโดยเฉลี่ยสูงกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญของสหรัฐ โดยเฉลี่ยในปี 2005 มีการลงทุนในตราสารทุน ทั้งในประเทศและนอกประเทศกว่าร้อยละ 63 ของสินทรัพย์ของกองทุน แต่แนวโน้มที่สำคัญที่พบว่าเป็นสัดส่วนการลงทุนของกองทุนบำเหน็จบำนาญตลอดทศวรรษที่ผ่านมา คือ การกระจายความเสี่ยงการลงทุนในตลาดทุนภายในประเทศ โดยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนภายนอกประเทศมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งกรณีของการลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้ อาทิ กรณีกองทุนบำเหน็จบำนาญของญี่ปุ่น ได้เพิ่มสัดส่วนการลงทุนในตลาดทุนต่างประเทศจากร้อยละ 6 ในปี 1994 เป็นร้อยละ 18 ในปี 2005 และกรณีการลงทุนในตราสารหนี้ได้เพิ่มจากร้อยละ 6 ในปี 1994 เป็นร้อยละ 15 ในปี 2005 ซึ่งแรงจูงใจอีกส่วนที่สำคัญที่จะเพิ่ม Exposure ไปลงทุนในต่างประเทศ คือ แรงจูงใจด้านการสร้างผลตอบแทน โดยเฉพาะกรณีตลาดเกิดใหม่ ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนเป็นอย่างดีในอดีตที่ผ่านมา (ตารางที่ 3.9)

²³ Moreno, R. and Santos, Marjorie, "Pension systems in EMEs: implications for capital flows and financial markets", BIS Papers No 44

ตารางที่ 3.9 สัดส่วนการลงทุนของกองทุนบำเหน็จบำนาญประเทศต่าง ๆ

	Equities		Bonds		Other
	Domestic	Inter-national	Domestic	Inter-national	
United States					
1994	41	7	42	1	9
1999	55	10	27	1	7
2005	48	15	32	1	4
Japan					
1994	24	6	55	6	9
1999	40	19	32	7	2
2005	30	18	24	13	15
United Kingdom					
1994	54	23	9	4	10
1999	51	24	13	4	8
2005	34	32	22	3	9
Netherlands					
1994	10	13	62	4	11
1999	12	38	22	19	9
2005	6	43	5	33	13
Australia					
1994	35	12	30	3	20
1999	39	16	22	3	20
2005	32	27	14	5	22
Canada ¹					
1994	32	13	48		7
1999	34	17	45		14
2004	30	26	36		8
Spain ¹					
1994	4	1	57	3	35
1999	11	14	40	13	22
2004	6	16	18	28	32

ที่มา : UBS Global Asset Management (2005)

3.3.3 กองทุนรวม

กองทุนรวม (Mutual fund) คือ เครื่องมือในการลงทุน (Investment vehicle) สำหรับผู้ลงทุนรายย่อย ที่ประสงค์จะนำเงินมาลงทุนในตลาดเงินตลาดทุน เช่น ตราสารทุน ตราสารหนี้ ตราสารการเงิน ตราสารอนุพันธ์ และอสังหาริมทรัพย์ แต่ติดขัดด้วยอุปสรรคหลายประการ ที่ทำให้การลงทุนด้วยตนเองไม่สามารถได้ผลลัพธ์ตามเป้าหมายที่ต้องการ เช่น

- มีทุนทรัพย์จำนวนจำกัด ไม่สามารถกระจายการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเภทได้มากพอ เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุน หรือ
- ไม่มีประสบการณ์ ความรู้ ความชำนาญในการลงทุน หรือ
- ไม่มีเวลาจะศึกษา ค้นหา และติดตามข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจการลงทุน

กองทุนรวม จึงเป็นเครื่องมือในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ มีการจัดการลงทุนอย่างเป็นระบบ โดยมีจุดมุ่งหมายให้การลงทุนได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด ภายใต้กรอบความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนยอมรับได้ ทั้งนี้ ประเภทของกองทุนรวมสามารถแบ่งได้ดังต่อไปนี้

1. แบ่งตามประเภทของการขายคืนหน่วยลงทุน ได้แก่

- กองทุนปิด (Closed-End fund) กองทุนรวมที่มีหน่วยลงทุนคงที่ ไม่เพิ่มขึ้นและไม่ลดลง และเปิดให้มีการจองซื้อเพียงครั้งเดียวเมื่อจัดตั้งโครงการ มีกำหนดอายุโครงการแน่นอน และบริษัทจัดการไม่รับซื้อคืนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุโครงการ ผู้ถือหน่วยลงทุนไม่สามารถไถ่ถอนหน่วยลงทุนก่อนครบกำหนดอายุโครงการได้
- กองทุนเปิด (Open-End fund) กองทุนรวมที่สามารถเพิ่มหรือลดหน่วยลงทุนได้ ไม่มีกำหนดอายุโครงการ และบริษัทจัดการรับซื้อคืนหน่วยลงทุนตามกำหนดเวลาที่ระบุ

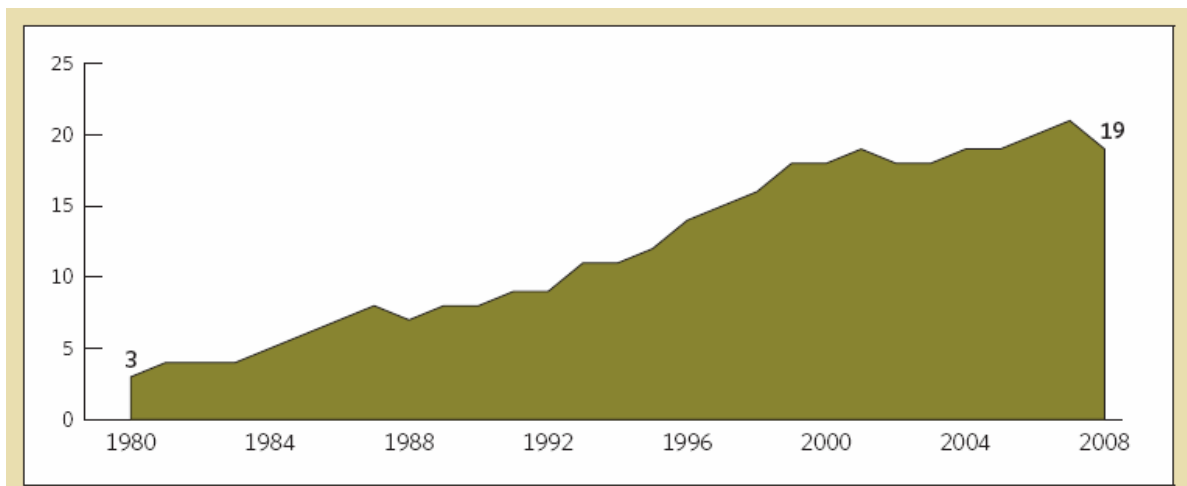
ไว้ในหนังสือชี้ชวน เช่น ทุกวัน ทุกสัปดาห์ ทุกสองสัปดาห์ ทุกเดือน ทุกไตรมาส หรือ ทุกหกเดือน กองทุนเปิดจึงเป็นที่นิยม มากกว่ากองทุนปิด เพราะมีสภาพคล่องมากกว่า

2. แบ่งตามประเภทนโยบายการลงทุน เช่น กองทุนรวมตราสารแห่งทุน กองทุนรวมตราสารแห่งหนี้ เป็นต้น

กองทุนรวมเปรียบเสมือนเครื่องมือในการรวบรวมเงินออมจากนักลงทุน นำไปกระจายเข้าสู่ระบบแก่ผู้ที่ต้องการทุนหรือหน่วยธุรกิจ เมื่อนำไปลงทุน ซึ่งการลงทุนนี้เป็นส่วนสำคัญในทางเศรษฐศาสตร์ เป็นตัวแปรหนึ่งในผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) การลงทุนที่เกิดขึ้นย่อมส่งผลให้มีการจ้างงานเกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจทำให้มีการกระจายรายได้ หน่วยธุรกิจที่ลงทุนจะช่วยในการกระจายทรัพยากรที่มีจำกัดไปสู่ระบบเศรษฐกิจอีกด้วย ฉะนั้นกองทุนรวมจึงมีส่วนสำคัญในการช่วยพัฒนาเศรษฐกิจโดยตรง เพราะเงินที่นำเข้าสู่ระบบผ่านกองทุนรวมนี้ จะทำให้เกิด การลงทุน การจ้างงาน และ การบริโภคที่สูงขึ้น ก่อให้เกิดผลกระทบเป็นลูกโซ่ในระบบเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง

กองทุนรวมแต่ละกองจะมีผู้จัดการกองทุนเป็นผู้ดำเนินนโยบายการลงทุนซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญและมีประสบการณ์ในการลงทุน ซึ่งได้รับความนิยมมากในประเทศที่พัฒนาแล้ว จะเห็นได้จากแนวโน้มสัดส่วนการเข้าไปลงทุนในกองทุนรวมต่อสินทรัพย์รวมมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง กรณีของคอนอเมริกันพบว่าในปี 1980 นั้น คอนอเมริกันลงทุนในกองทุนรวมเพียงร้อยละ 3 ของสินทรัพย์ที่มี แต่ในปี 2008 สัดส่วนของการลงทุนหรือการออมในรูปแบบของกองทุนรวมกลับเพิ่มสูงขึ้นถึงร้อยละ 19 ของสินทรัพย์ที่มี ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการพัฒนาผลิตภัณฑ์กองทุนรวมที่หลากหลายให้นักลงทุนเลือกได้ตามลักษณะความต้องการที่จะลงทุน (แผนภาพที่ 3.19)

แผนภาพที่ 3.19 สัดส่วนการลงทุนในกองทุนรวมต่อสินทรัพย์ของคอนอเมริกัน

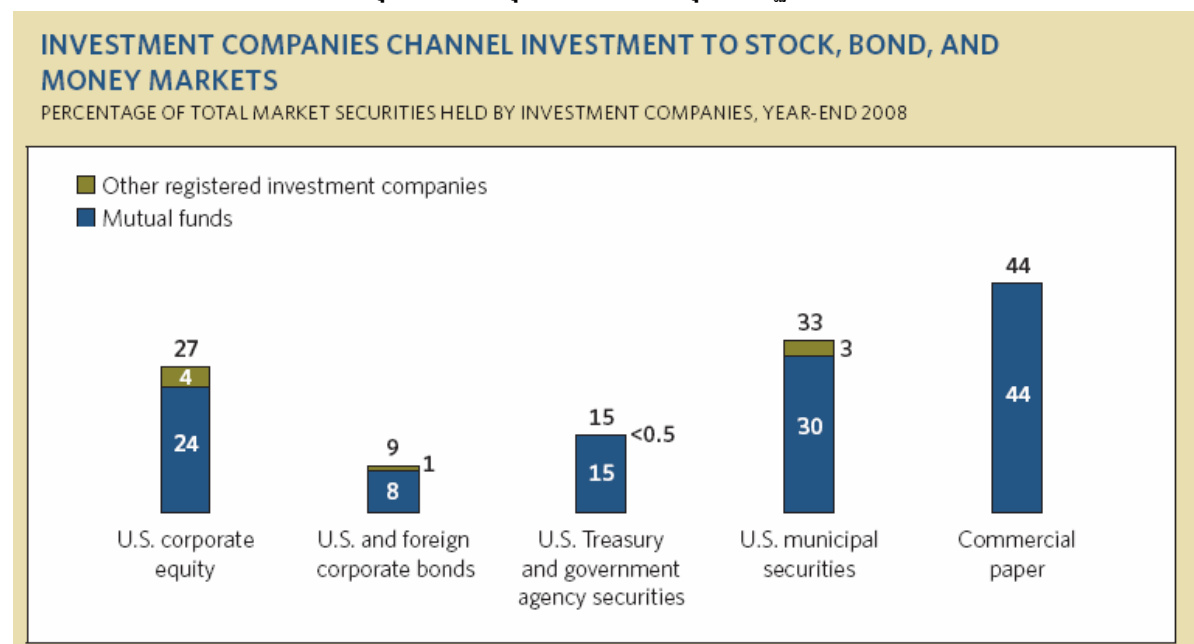


ที่มา : Investment Company Institute (2008) Fact Book 2008

นอกจากความนิยมของนักลงทุนแล้ว กองทุนรวมยังถือได้ว่าเป็นนักลงทุนหลักในตลาดทุนโลก ในกรณีประเทศสหรัฐ กองทุนรวมมีสัดส่วนลงทุนสูงถึงร้อยละ 24 ของตลาดหุ้นสหรัฐ ในปี 2008 หรือกรณีตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน (Commercial paper) กองทุนรวมได้เข้าไปลงทุนกว่าร้อยละ 44 ของมูลค่าตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนทั้งหมดของสหรัฐ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสำคัญของกองทุนรวมต่อการพัฒนาตลาดทุนทั้งในแนวดิ่งและแนวราบได้เป็นอย่างดี

นอกจากนี้ ยังพบว่า การเติบโตของกองทุนรวมทั่วโลกมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นทุกปี ทั้งนี้เห็นได้จากมูลค่าสินทรัพย์โดยรวมของกองทุนรวมในโลกเพิ่มขึ้นทุกปี ในปี 2007 มูลค่าของกองทุนรวมในโลกมีมูลค่ารวมกันกว่า 26.1 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ หรือมีอัตราการเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยร้อยละ 14.4 ต่อปี โดยตลาดกองทุนรวมที่ใหญ่ที่สุดในโลก ได้แก่ สหรัฐ ซึ่งมีสัดส่วนมูลค่ากองทุนรวมร้อยละ 46 ของกองทุนรวมโลก ขณะที่กลุ่มประเทศในยุโรปมีสัดส่วนร้อยละ 34 และกลุ่มประเทศในเอเชียแปซิฟิกอีกร้อยละ 30 (แผนภาพที่ 3.20)

แผนภาพที่ 3.20 สัดส่วนการลงทุนของกองทุนรวมในตลาดทุนสหรัฐอเมริกา ปี 2008



ที่มา : Investment Company Institute (2008) Fact Book 2008

แม้ว่ากองทุนรวมที่บริหารจัดการอยู่ในปัจจุบันจะกระจุกตัวอยู่ในประเทศที่พัฒนาแล้ว แต่ประเทศที่มีมูลค่ากองทุนรวมที่ขยายตัวสูงกลับเป็นกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา โดยเฉพาะในเอเชีย ซึ่งนับวันจะเริ่มมีบทบาทในตลาดทุนโลกมากขึ้น ในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา (2001-07) มูลค่ากองทุนรวมที่บริหารจัดการในประเทศสหรัฐมีอัตราการขยายตัวเพิ่มร้อยละ 9.5 ต่อปี แต่กลุ่มประเทศในเอเชียกลับสามารถเติบโตได้สูงถึงร้อยละ 23 ต่อปี (ตารางที่ 3.10)

ตารางที่ 3.10 มูลค่ากองทุนรวมโลก

Million USD	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
World	11,654,868	11,324,128	14,048,311	16,164,795	17,771,027	21,807,505	26,129,564
Europe	3,167,965	3,462,999	4,682,836	5,640,452	6,002,231	7,803,906	8,934,864
Asia Pacific	1,039,236	1,063,857	1,361,473	1,677,887	1,939,251	2,456,511	3,678,330
Australia	334,016	356,304	518,411	635,073	700,068	864,254	1,192,992
Japan	343,907	303,191	349,148	399,462	470,044	578,883	713,998
UK	316,702	288,887	396,523	492,726	547,103	755,156	897,460
US	6,974,913	6,390,358	7,414,401	8,106,939	8,904,824	10,396,508	11,999,523

ที่มา : Investment Company Institute (2008) Fact Book 2008

อย่างไรก็ตาม ผลจากสภาวะทางเศรษฐกิจในช่วงสองปีหลังที่ผ่านมา ตลาดมีความผันผวนมากขึ้นจากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจและการเงิน และภาวะถดถอยของเศรษฐกิจของโลก ได้ส่งผลกระทบต่อการบริหารงานของกองทุนรวม ทั้งจากการขาดทุนจากการดำเนินงานและการไถ่ถอนหน่วยลงทุนเพื่อเอาเงินกลับของนักลงทุน ทำให้สินทรัพย์ภายใต้การบริหารจัดการของกองทุนรวมหายไปเป็นจำนวนมาก ซึ่งจากการคาดการณ์ของ Investment Company Institute ประเมินว่ามูลค่าของกองทุนรวมทั่วโลกจะหายไปกว่าร้อยละ 44 คือ จากที่เคยมีมูลค่ากองทุนรวมรวมกันกว่า 26 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2007 ลดลงเหลือเพียง 19 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ เท่านั้น ซึ่งในปี 2008 ในบางช่วงของภาวะตลาดทุนที่มีการปรับสัดส่วนการลงทุนหรือเทขายสินทรัพย์ของกองทุนรวม ก็จะส่งผลให้ภาวะตลาดผันผวนอย่างรุนแรง เนื่องจากการที่กองทุนรวมเป็นนักลงทุนสถาบันรายใหญ่ในตลาดทุนโลก

3.4 แนวโน้มตราสารการเงินที่สำคัญในตลาดการเงินโลก หรือ 3 C

ในช่วงที่ผ่านมาเครื่องมือการลงทุนที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงและได้รับความนิยมอย่างมากจากนักลงทุน ที่จะนำเสนอในรายงานนี้ได้แก่ Collateralized Debt Obligations (CDOs), Credit Default Swap (CDS) และ Commodities ถือว่าเป็น 3 C เครื่องมือการลงทุนที่ขยายตัวสูง สร้างกำไรให้แก่ผู้เล่นทั้งสถาบันการเงินผู้ออกขายสินค้า และนักลงทุนในช่วงก่อนวิกฤตการเงินโลก และเนื่องจากการมี Exposure ที่สูงเกินไปในเครื่องมือการลงทุนดังกล่าว ก็เป็นสาเหตุในการเกิดวิกฤตการณ์การเงินโลกในครั้งนี้

3.4.1 Collateralized Debt Obligations (CDOs)

Collateralized Debt Obligations (CDOs) เป็นการนำ Securitization หรือการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง ซึ่งเป็นการนำเอาสินทรัพย์ ตัวอย่างเช่น สินเชื่อรถยนต์ สินเชื่อซื้อบ้าน เครดิตการ์ด หรือหุ้นกู้ที่มีความเสี่ยงสูงจำนวนหนึ่งมาสุ่มรวมกันแล้วแปลงให้เป็นหลักทรัพย์ หรือที่เรารู้จักกันในนามของ CDOs เพื่อขายต่อให้กับนักลงทุนอีกต่อหนึ่ง

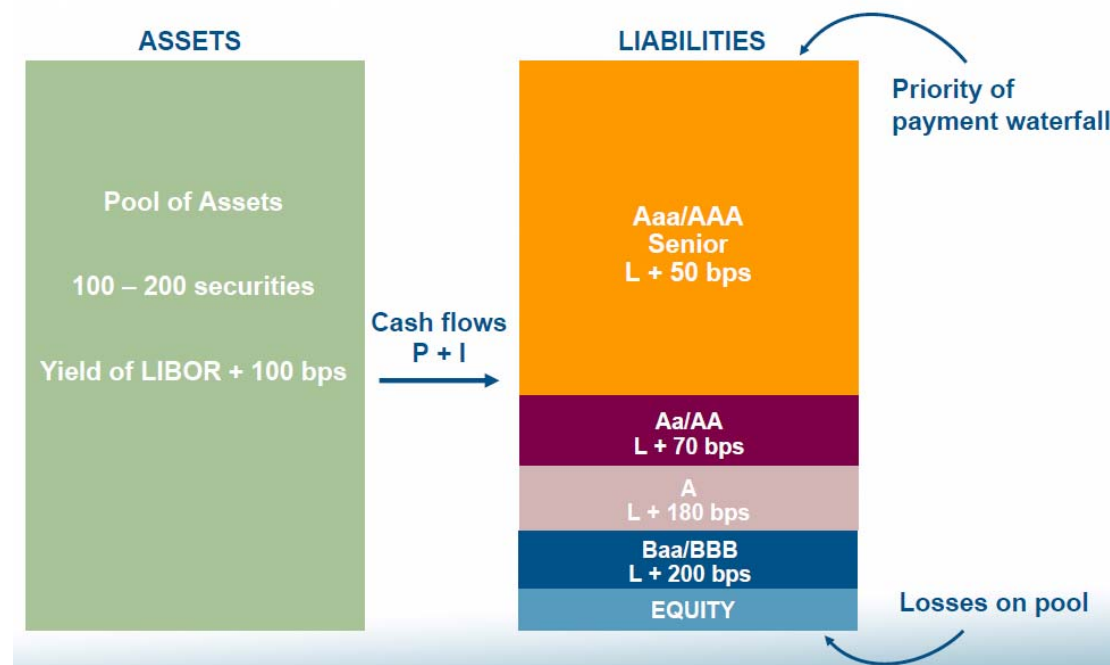
ในยุคแรกของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จะเป็นกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) แบบธรรมดา โดยเน้นว่าสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหนี้ ไม่ใช่สินทรัพย์ทั่วไป หรืออาจมีการเน้นเฉพาะเจาะจงว่าเป็นตราสารหนี้ Collateralized Bond Obligation (CBO) ซึ่งความเสี่ยงที่สำคัญในหนี้หนี้ คือ ความเสี่ยงจากหนี้เสีย (Credit default) แต่ในภายหลังมีการพัฒนา CDOs ไปอีกขั้นโดยสร้าง Synthetic Collateralized Debt Obligations (SCDOs) ซึ่งเกิดตราสารหนี้ที่มีคุณลักษณะเหมือนกัน แต่ได้มีการถ่ายโอนความเสี่ยงจากหนี้ (Credit risk) จากพอร์ตหนี้ไปยังตราสารใหม่ที่เกิดขึ้น โดยไม่จำเป็นต้องมีการทำ Securitization ให้ยุ่งยากและต้องมีการขายสินทรัพย์ หรือมีการโอนย้ายเงินทุน ทั้งนี้ ทำได้โดยการออกตราสารอนุพันธ์ด้านเครดิต (Credit Derivative) มาเป็นตัวกลางโอนถ่ายความเสี่ยงด้านเครดิต ซึ่งตราสารที่สามารถใช้ในการนี้คือ Credit Default Swap (CDS) การที่ CDS สามารถถ่ายโอนความเสี่ยง โดยไม่มีการถ่ายโอนเงินทุน แต่ทำให้ความเสี่ยงด้านเครดิต (Credit risk) ถ่ายโอนไปสู่ผู้ต้องการลงทุนอีกคน ที่ต้องการลงทุนเฉพาะความเสี่ยงด้านเครดิต โดยไม่มีความเสี่ยงด้านดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) ติดไปด้วยเหมือนการถือตราสารหนี้

ในกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นทุน หรือการเปลี่ยนหนี้ให้เป็นหลักทรัพย์ที่นักลงทุนสามารถลงทุนได้นั้น แม้ว่าหนี้ที่ถูกรวมกลุ่มจะมีระดับความเสี่ยงที่แตกต่างกันและมีหลายระดับ แต่ก่อนจะมีการนำ CDOs นำออกขายสู่นักลงทุน CDOs ดังกล่าวจะถูกจัดแบ่งชั้น เพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้ตามระดับความเสี่ยงที่ต้องการ หรือเรียกว่าการแบ่งเป็นกอง (Tranche) ที่จัดให้แต่ละกองแบกรับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน ได้แก่ AAA, AA, A, BBB, และ Equity ซึ่งเป็นกลุ่ม Non-Investment grade โดยความแตกต่างของการจัดอันดับ คือ การได้รับชำระหนี้ก่อนหลัง ในกลุ่มที่มี

อันดับความน่าเชื่อถือสูง ก็จะเป็นกลุ่มที่ได้รับผลตอบแทน อาทิ ดอกเบี้ย หรือกรณีหนี้ที่นำมาทำ CDOs เป็นหนี้เสีย หรือมีการผิดนัดชำระ (Default) ก็จะเป็นกลุ่มที่ได้รับชำระหนี้ก่อนกลุ่มอื่น

ดังนั้น ในระดับความเสี่ยงที่เข้าไปลงทุน กองที่มีความเสี่ยงสูงสุด คือ กอง Equity Tranche กองนี้จะทำหน้าที่รับ ผลเสียหายที่เกิดขึ้นก่อน ซึ่งทำหน้าที่เหมือนทุน (Equity) ซึ่งกองอื่น ไม่ต้องรับ ความเสียหายที่เกิดขึ้นตรงเท่าที่กอง Equity Tranche ยังสามารถรับความเสียหายอยู่ได้ เมื่อความเสียหายที่เกิดขึ้นเกินกว่าที่ Equity Tranche รองรับได้แล้วจึงจะทำให้เกิดความเสียหายในกองที่อยู่ถัดไป ได้ การแบ่งจะแบ่งเป็นหลายกองโดยมีการรับความเสี่ยงเป็นชั้นๆ เหมือนน้ำตกความเสียหายจะถูก รองรับไว้จนชั้นก่อนหน้าเต็มก่อน จึงค่อยล้นไปยังชั้นต่อไป ดังนั้น แต่ละกองของ CDO จึงแบกรับ ความเสี่ยงด้านเครดิตของหนี้แตกต่างกัน รวมถึงผลตอบแทนที่จะได้รับเช่นเดียวกัน (แผนภาพที่ 3.21)

แผนภาพที่ 3.21 โครงสร้างของ CDOs



ที่มา : Financial Derivatives: A Guide to CDO and CDS, EAI and Evaluation Associates are Registered Service Marks of Evaluation Associates LLC

ข้อดีของ CDOs คือ หลักทรัพย์ที่ออกสามารถแบ่งออกได้เป็นหลายหลักทรัพย์ที่มีการจัดลำดับ ความน่าเชื่อถือต่างกัน (Tranches) ตั้งแต่ AAA ลงไปถึงหุ้นกู้ด้อยสิทธิหรือ Non-investment grade (Equity) ด้วย ทำให้นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนได้ตามความต้องการและในระดับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน นอกจากนี้นักลงทุนยังสามารถเลือกอายุของ CDOs ให้เหมาะสมกับความต้องการได้ ตัวอย่างเช่น นักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนสูงและสามารถรับความเสี่ยงได้สูง อาจลงทุนในหลักทรัพย์ที่อยู่ใน

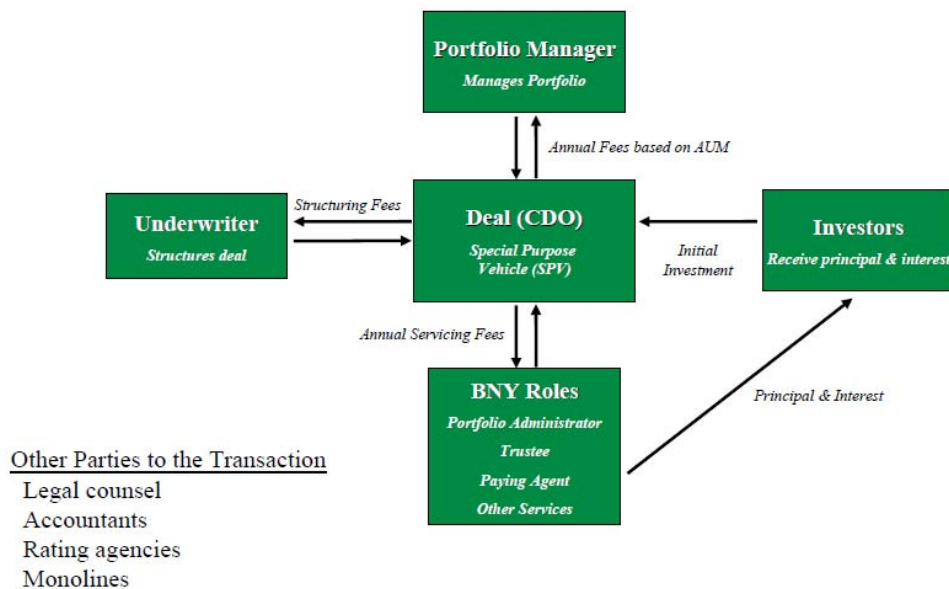
Tranches BB หรือนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้น้อยกว่า อาจลงทุนใน CDOs ที่อยู่ใน Tranches ที่สูงขึ้น เช่น AAA

อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่นักลงทุนจะต้องระมัดระวังคือ ความเสี่ยงทางด้านเครดิต โดยเฉพาะ นักลงทุนที่เลือกการลงทุนใน Tranches ที่มีเครดิตต่ำๆ เช่น BB แม้ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับย่อม มากกว่าการลงทุนใน Tranches AAA หรือที่มีเครดิตสูงกว่า แต่ความเสี่ยงที่ต้องแบกรับก็มีมากขึ้น สำหรับ CDOs นั้น หากสินทรัพย์ทั้งหมดที่นำมาสุกรวมกันกลายเป็นหนี้สูญหรือไม่สามารถชำระ ดอกเบี้ยและเงินต้นได้ ผู้ที่ลงทุนใน CDOs ในหลักทรัพย์ที่ลำดับความน่าเชื่อถือที่อยู่ต่ำกว่าจะต้องแบกรับเอาหนี้เสียขึ้นไปก่อนหลักทรัพย์ที่มีเครดิตสูงกว่าตามลำดับ

นักลงทุนสำคัญในตลาด CDOs สามารถแบ่งได้ออกเป็นสองกลุ่มดังต่อไปนี้

1. กลุ่มที่ลงทุนระดับ Investment Grade: Debt classes – AAA through B-pieces จะมีตั้งแต่ กลุ่มที่รับความเสี่ยงได้น้อย อาทิ ธนาคาร บริษัทประกันภัย หรือกองทุนรวม เป็นต้น
2. กลุ่มที่ลงทุนระดับ Non-Investment Grade : Equity tranches จะเป็นกลุ่มที่รับความเสี่ยงได้ สูงกว่ากลุ่มแรก อาทิ บริษัทประกันภัย Hedge funds หรือนักลงทุนสถาบัน เป็นต้น (แผนภาพที่ 3.22)

แผนภาพที่ 3.22 ผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาด CDO

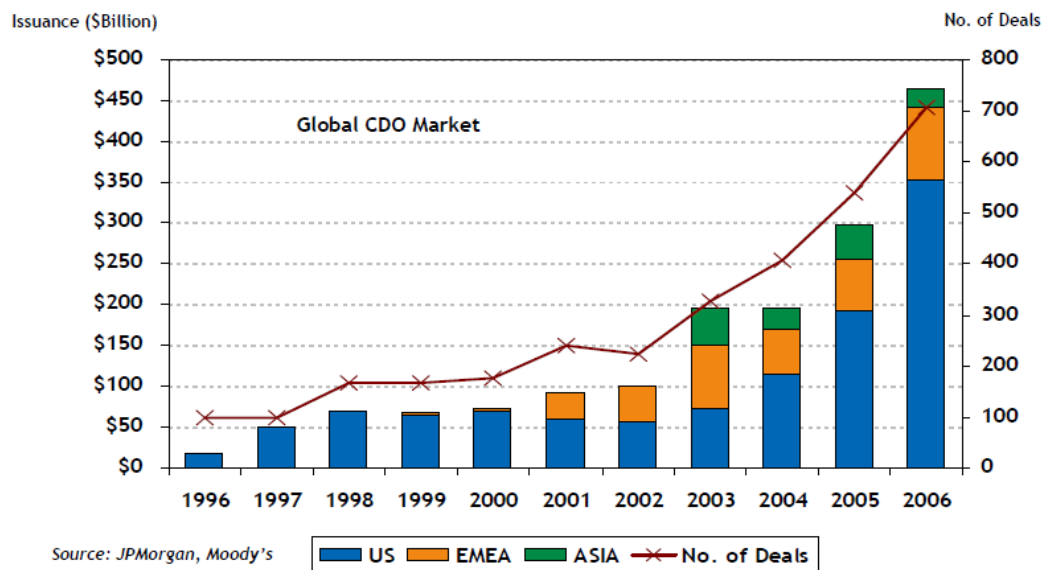


ที่มา : Servicing Collateralised Debt Obligations (“CDOs”), The Australian Credit Forum 2007.

The Bank of New York

CDO ครั้งแรกถูกสร้างในปี 1987 โดย Drexel Burnham Lambert แต่ CDO ยังไม่ได้รับความนิยมจนกระทั่งในช่วงปี 1990 เป็นต้นมา โดย CDOs เป็นตราสารที่ได้รับความนิยมในประเทศสหรัฐอเมริกาและได้ขยายออกไปทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่มีการพัฒนาทางการเงินสูง เช่น อังกฤษ ยุโรป ญี่ปุ่น และสิงคโปร์ การเติบโตและความนิยมในการลงทุนซื้อขาย CDOs นั้นมีแนวโน้มสูงขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่งสังเกตได้จากแนวโน้มการเติบโตของตราสารชนิดนี้ จากปี 1995 ซึ่งแทบไม่มีการออกขาย แต่ตลาดการเติบโตในการออกตราสาร CDO อยู่ที่ 5 แสนล้านเหรียญสหรัฐ ในปี 2006 และมีมูลค่าตลาดโดยรวมอยู่ที่ประมาณ 1.4 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ โดยร้อยละ 81 ของ CDOs ที่ขาย อยู่ในตลาดทั้งหมดเป็น Mortgage backed securities (MBSs) ซึ่งสินทรัพย์ที่นำมาทำการแปลงเป็นหลักทรัพย์จะอยู่ในรูปของสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage) อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากการเกิดปัญหาฟองสบู่ที่อยู่อาศัยแตกในสหรัฐ เป็นเกิดวิกฤตการณ์การเงินโลก ทำให้จำนวนมูลค่า CDOs มีแนวโน้มที่ลดลง (แผนภาพที่ 3.23)

แผนภาพที่ 3.23 มูลค่าของ CDO ที่ออกขาย ในแต่ละภูมิภาคของโลก

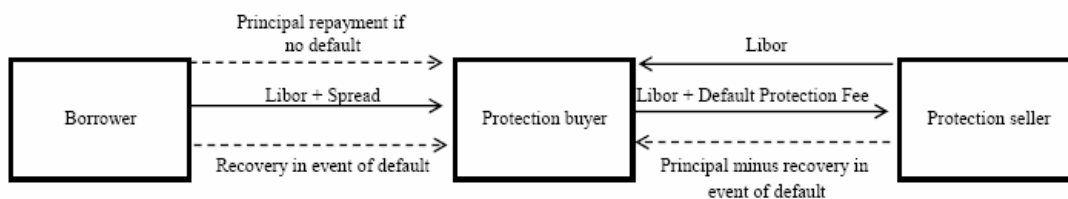


ที่มา : JPMorgan และ Moody's

3.4.2 Credit Default Swap (CDS)

Credit Default Swap (CDS) เป็นสัญญาระหว่างสองฝ่าย ฝ่ายหนึ่งเป็นผู้ซื้อประกันความเสี่ยงเครดิต (Default protection buyer) ซึ่งจะได้รับการคุ้มครองความเสียหายหากหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้การประกันกลายเป็นหนี้เสีย และอีกฝ่ายเป็นผู้ขายประกันความเสี่ยงเครดิต (Default protection seller) เป็นผู้จ่ายค่าเสียหายเมื่อหุ้นกู้ที่ประกันกลายเป็นหนี้เสีย สัญญา CDS จึงมีคู่สัญญาสองฝ่าย คือ ผู้ซื้อประกันและผู้ขายประกัน โดยความเสี่ยงเครดิตผูกติดกับฝ่ายที่สามคือ ผู้ออกหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้ประกัน (แผนภาพที่ 3.24)

แผนภาพที่ 3.24 การทำธุรกรรม CDS



ที่มา : Deutsche Bank

ผลตอบแทนที่ผู้ขายประกันจะได้รับ คือ ค่าธรรมเนียมรายปี คำนวณจากค่า CDS spread ที่ตกลงกันเมื่อทำสัญญา ค่า CDS spread จะสูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงเครดิตของหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้ประกัน โดยวัดที่อันดับเครดิตของหุ้นกู้ หากวิเคราะห์ในแง่มุมมองการมีฐานะความเสี่ยงเครดิต (Credit risk exposure) ผู้ซื้อ CDS คือผู้ปลดความเสี่ยงเครดิตออกจากตัว เสมือนหนึ่งเป็นผู้ที่เอาหุ้นกู้ที่ถืออยู่ขายออกไป ในขณะที่ผู้ขาย CDS เป็นผู้เพิ่มความเสี่ยงเครดิตในพอร์ต เสมือนหนึ่งเป็นผู้ซื้อหุ้นกู้เพิ่มเข้ามาในพอร์ต และได้รับอัตราผลตอบแทนคือ CDS spread ซึ่งเสมือนหนึ่งคืออัตราดอกเบี้ยรับโดยคุณสมบัตินี้ที่กล่าวมาข้างต้น CDS จึงสามารถใช้เป็นเครื่องมือ Credit risk hedging

ผู้เล่นสำคัญในตลาด CDS โดยส่วนใหญ่แล้ว ผู้เล่นสำคัญในตลาด CDS ได้แก่ กลุ่มธนาคาร รวมไปถึงนักลงทุนสถาบันขนาดใหญ่เอง ซึ่งกลุ่มธนาคารและสถาบันการเงินเหล่านี้เล่นบทเป็นทั้งผู้ซื้อและผู้ขายประกันความเสี่ยง มีเป้าหมายหลักคือการสร้างรายได้จากค่าธรรมเนียมซื้อขายให้ได้มากที่สุด โดยที่สถาบันการเงินเหล่านี้ในฐานะผู้ค้าหลักทรัพย์จะต้องมีพอร์ต CDS ของตนเองด้วย

ผู้เล่นสำคัญรองลงมาจากกลุ่มธนาคารและสถาบันการเงิน ได้แก่ Hedge fund ซึ่งเป็นผู้ขายประกันรายใหญ่ของตลาด เนื่องจากภาวะตลาดเงินที่ดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องมาหลายปี (2004 – 2006) Hedge fund ต้องการช่องทางเพิ่มอัตราผลตอบแทนจากการขายประกันความเสี่ยง ทำให้ค่าธรรมเนียมรายปีได้มีมูลค่าสูงมาก

ผู้เล่นสำคัญอีกกลุ่มหนึ่งของตลาด CDS คือ บริษัทประกันภัยและ Monoline โดยสายธุรกิจผู้เล่นกลุ่มนี้เป็นบริษัทที่ขายประกันความเสี่ยง ทั้งนี้เฉพาะ Monoline เป็นธุรกิจเกี่ยวข้องโดยตรงกับการประกันความเสี่ยงเครดิตในตลาดหุ้น โดยเฉพาะ

ท้ายสุด กองทุนบำนาญเป็นผู้เล่นอีกกลุ่มหนึ่งทำหน้าที่ซื้อประกันเพื่อให้พอร์ตการลงทุนเป็นไปตามเกณฑ์กำหนดของทางราชการ ที่ต้องลงทุนในหุ้นกู้ที่มี Rating AAA- ขึ้นไป การซื้อประกันความเสี่ยง เป็น Credit enhancement ทำให้สามารถลงทุนในหุ้นกู้ที่มีเครดิตต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนดได้

สำหรับการซื้อขาย CDS นั้น เป็นการซื้อขายกันนอกตลาดหรือที่เรียกกันว่า OTC – Over the counter ซึ่ง CDS แต่แรกเริ่มนั้นถูกคิดค้นขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาโดยสถาบันการเงินชื่อดัง เจพี มอร์แกน เซส แบงก์ซึ่งวัตถุประสงค์แต่แรกเริ่มนั้นมีไว้เพื่อจัดการกับความเสี่ยง ด้วยคุณสมบัติของความยืดหยุ่น CDS กลายเป็นเครื่องมือสำคัญในการทำ Active portfolio management และได้รับความนิยมอย่างรวดเร็วกระจายไปทั่วโลก การเคลื่อนไหวของ ค่า CDS spread ของหุ้นกู้ที่อยู่ภายใต้ประกัน กลายเป็นข้อมูลสำคัญชี้วัดถึงความเสี่ยงเครดิตของหุ้นกู้ต่างๆ ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมากต่อการบริหารความเสี่ยงพอร์ตการลงทุน

ในภาวะที่เศรษฐกิจฝืดเคือง (ปี 2002-2005) หนี้เสียในระบบอยู่ในระดับที่ต่ำมาก ผู้เล่นแทบจะลืมความเสี่ยง Credit default CDS ถูกใช้เป็นเครื่องมือทำ Active portfolio management และเก็งกำไร มากกว่าความตั้งใจที่จะประกันความเสี่ยงจากหนี้เสีย ผู้เล่นซื้อประกันเครดิตในหุ้นกู้ที่ถูกเก็งว่าอันดับเครดิตจะแย่ลง เพื่อรับรู้กำไรจากมูลค่าสัญญาที่เพิ่มขึ้น และในทางตรงข้าม ผู้เล่นขายประกันเครดิตในหุ้นกู้ที่ถูกเก็งว่าอันดับเครดิตจะดีขึ้น

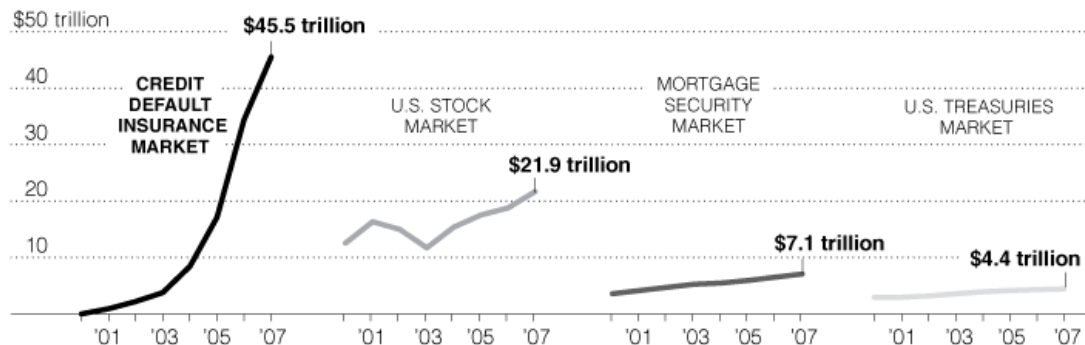
ในช่วงปี 2000 มูลค่ารวมตราสาร CDS ในตลาดสหรัฐ อยู่ที่ 900 พันล้านเหรียญ และได้เพิ่มจำนวนมูลค่ามากขึ้นสูงถึง 45.5 ล้านล้านเหรียญในปี 2007 ซึ่งมีมูลค่ามากกว่าสองเท่าของตลาดหุ้นสหรัฐ มูลค่าตลาด CDS ณ เดือนมกราคม 2002 อยู่ที่ระดับ 1.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ โดยที่อัตราลูกหนี้ล้มละลายในเวลานั้นอยู่ที่ระดับ 10.7% ตามข้อมูลของมูดีส์ อินเวสเตอร์ส เซอร์วิส ขณะที่ฟิตซ์ เรตติ้งส์ รายงานเมื่อเดือนกรกฎาคม 2007 ว่า 40% ของความคุ้มครองโดยตราสารอนุพันธ์ CDS ที่ซื้อขายอยู่ทั่วโลกนั้น อิงอยู่กับบริษัทธุรกิจ/หลักทรัพย์ที่ถูกจัดขึ้นไว้ต่ำกว่าเกรดที่นำไปลงทุน ตัวเลขดังกล่าวนี้พุ่งสูงจากระดับ 8% ของเมื่อปี 2002²⁴ เนื่องจากการเทรดเป็นแบบ OTC ตลาดแห่งนี้จึงขาดการกำกับดูแลอย่างสิ้นเชิง และเป็นตลาดที่ไม่มีกำกับการบันทึกโดยหน่วยงานภาครัฐว่า ผู้ขายมีสินทรัพย์ที่จะนำมาชดเชยให้จริงหากเกิดการเสียเครดิต (ไม่สามารถจ่ายเงินกู้ หรือดอกเบี้ยคืนได้) หลังจากเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจโลกในปี 2008 ที่สถาบันการเงินใหญ่ๆ ได้ล้มตัวลง รัฐบาลสหรัฐจึงได้เล็งเห็นถึงความสำคัญที่จะต้องมีการควบคุมดูแลการซื้อขาย CDS มากขึ้น (แผนภาพที่ 3.25 และแผนภาพที่ 3.26)

²⁴ The Financial Tsunami Part IV: Asset Securitization – The Last Tango, F. William Engdahl, February 8, 2008

แผนภาพที่ 3.25 มูลค่า CDS เปรียบเทียบกับตลาดตราสารอื่นในสหรัฐอเมริกา

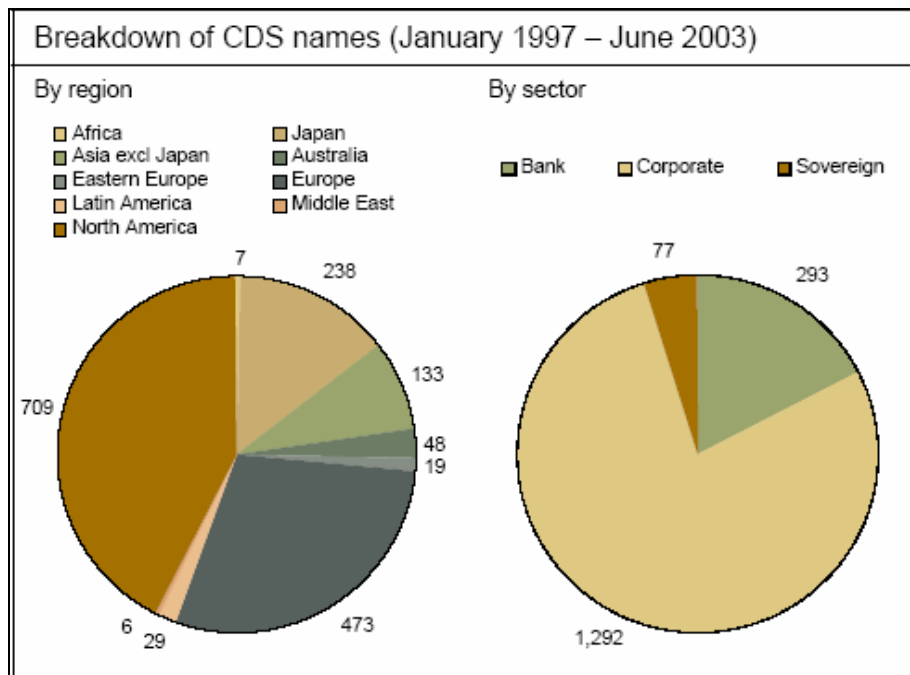
In the Shadow of an Unregulated Market

The value of the credit default insurance market is now much larger than the domestic stock market, mortgage securities market and United States Treasuries market.



ที่มา : International Swaps and Derivatives Association

แผนภาพ 3.26 CDS แยกตามภูมิภาคและประเภทของหน่วยงาน



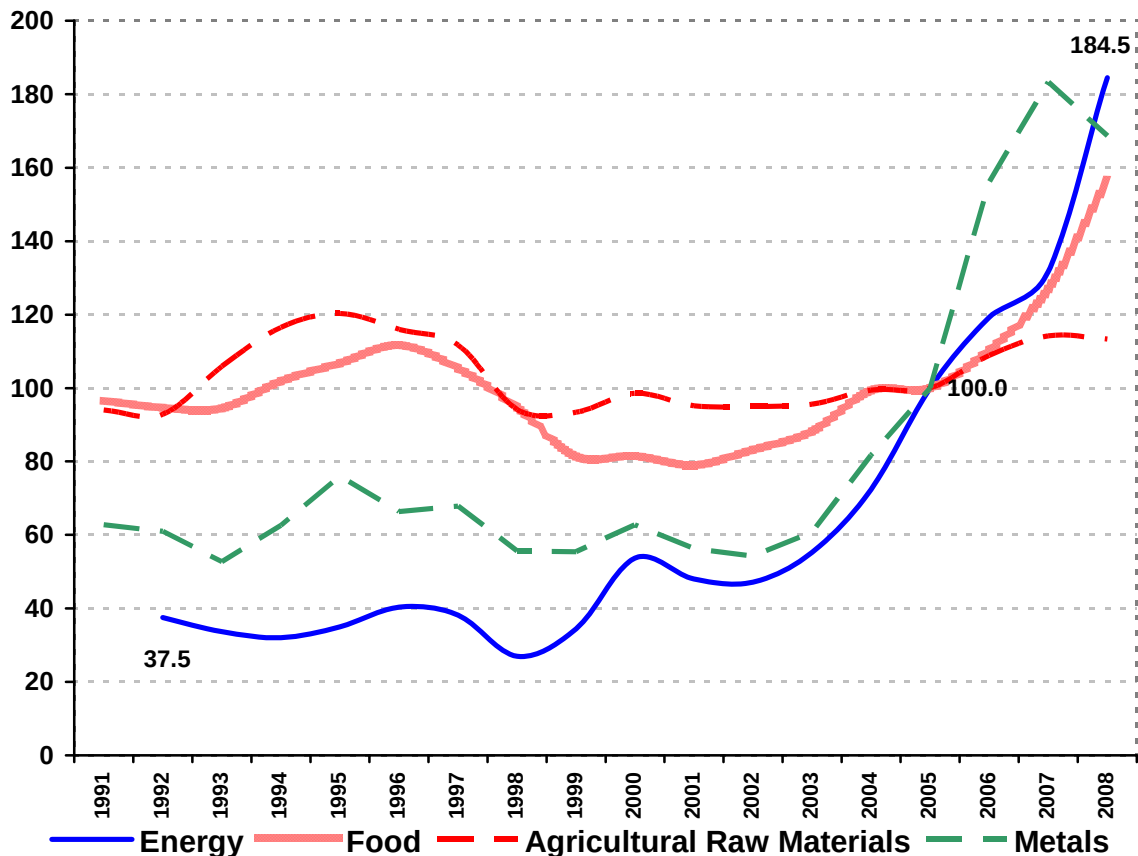
ที่มา : Credit Trade

ขณะที่ ตลาด CDS ในตลาดเศรษฐกิจใหม่ นั้น พบว่าตั้งแต่ช่วงเริ่ม CDS ในปี 1997 การจัด การความเสี่ยงได้กระจายขยายวงกว้างไปทั่วโลก รวมไปถึงประเทศตลาดเศรษฐกิจใหม่เช่นกัน ซึ่งเปรียบเทียบขนาดของตลาดเศรษฐกิจใหม่กับตลาดสหรัฐแล้ว ตลาดเศรษฐกิจใหม่ยังมีขนาดเล็ก อยู่มาก และเน้นการซื้อขาย CDS รัฐบาลเนื่องจากถือว่าเป็นตราสารที่มีสภาพคล่องมากที่สุด ทั้งนี้ ความคล่องตัวของ CDS รัฐบาลนั้นขึ้นอยู่กับความคล่องตัวของตลาดตราสารหนี้ โดยที่มีมูลค่ามากถึง ร้อยละ 50 ของตลาดทั้งหมด

3.4.3 สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities)

ในช่วงที่ผ่านมาพบว่าการเข้าลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์ได้รับความสนใจของนักลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เป็นผลมาจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทุกชนิดปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งสินค้าเกษตร น้ำมัน และทองคำ เป็นต้น

แผนภาพที่ 3.27 ดัชนีราคาสินค้าโภคภัณฑ์



ที่มา : IMF (2009) World Economic Outlook, April 2009 : Index 2005 = 100

ตามนิยามนั้น สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities) หมายถึง สินค้าขั้นกลางที่มีคุณภาพมาตรฐานกลาง ซึ่งสามารถซื้อขายได้ในตลาดระหว่างประเทศที่แข่งขันแบบสมบูรณ์²⁵ ในอดีตนั้น สินค้าที่ขายอยู่ในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์จะเป็นสินค้าเกษตรโดยส่วนใหญ่ ซึ่งการซื้อขายสินค้านั้นหากย้อนมองหลังไปการเริ่มต้นจากการซื้อขายตามท้องถิ่น จนปัจจุบันพัฒนาเป็นการค้าขายในระดับโลก มีทั้งที่เป็นแบบ Spot และ Future ทั้งการซื้อขายแบบ OTC และที่ซื้อขายผ่านตลาด (Exchange) โดยเฉพาะกรณีการซื้อขายล่วงหน้า Forward contract ในสินค้าโภคภัณฑ์ มีหลักฐานย้อนหลังไปจนถึง

²⁵ Clark, Ephraim, Jean-Baptiste Lesourd and René Thiéblemont (2001), International Commodity Trading: Physical and Derivative Markets, Chichester: John Wiley & Sons Ltd.

ปี 1800 อย่างไรก็ตาม หากแบ่งตลาดสินค้าโภคภัณฑ์หลักแล้ว จะสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ตลาด คือ ตลาดซื้อขายสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity spot markets) และตลาดซื้อขายสินค้าโภคภัณฑ์ล่วงหน้า (Commodity future markets)

ในกรณีตลาด Spot ธุรกิจจะเกิดขึ้นภายหลังจากที่ครบกำหนดในสัญญา เนื่องจากการส่งมอบสินค้าจะต้องใช้เวลาในการเดินทาง โดยทั่วไปราคาที่ซื้อจะกำหนดในรูปแบบของราคา FOB²⁶ หรือ CIF²⁷ โดยผู้เล่นในตลาด Spot จะค่อนข้างหลากหลาย ตั้งแต่ผู้ผลิต จนถึงผู้บริโภค อย่างไรก็ตาม แม้ว่าตลาด Spot ของสินค้าโภคภัณฑ์จะเกี่ยวข้องกับการผลิต และการขายสินค้า ซึ่งผู้เล่นหลักจะ ได้แก่ ผู้ผลิต และผู้ซื้อสินค้า รวมถึงผู้จัดจำหน่าย (Traders) แต่ก็พบว่าในระยะ 10 ปีที่ผ่านมา นักลงทุนและสถาบันการเงินได้เข้าไปเกี่ยวข้องในตลาด Spot มากขึ้น เพื่อเข้าไปเรียนรู้ ลงทุนและเพิ่มอำนาจในการเข้าไปควบคุมตั้งแต่จุดตั้งต้นของสินค้า (Underlying asset) อาทิเช่น Goldman Sachs เข้าไปถือหุ้นในอุตสาหกรรมกลั่นน้ำมัน ผลิตและส่งออกก๊าซธรรมชาติในสหรัฐ หรือ JPMorgan ร่วมมือกับ Highbridge Capital ซึ่งเป็น Hedge fund เข้าไปซื้อธุรกิจ Louis Dreyfus Group ซึ่งเป็น Trader เก้าแก้วของสินค้าโภคภัณฑ์ของฝรั่งเศส เป็นต้น

อีกส่วนที่สำคัญในการกำหนดราคาซื้อขายสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาด Spot คือ ค่าขนส่ง (Freight cost) ซึ่งตัวแทนราคาที่นิยมอ้างอิงกันในตลาด ได้แก่ Baltic Dry Index (BDI) ซึ่งเป็นดัชนีที่ประกอบด้วยราคาค่าขนส่งประเภทเทกอง (Dry bulk) ในเส้นทางที่สำคัญ 22 สาย นอกจากนี้ ปัจจัยที่สำคัญที่กำหนดการเคลื่อนไหวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ คือ สินค้าคงคลัง (Stock) เนื่องจากเป็นตัวสะท้อนอุปสงค์และอุปทานของตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ แม้ว่าการนำปัจจัยเรื่องสินค้าคงคลัง มาเป็นปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental drive) ในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคา แต่ประเด็นเกี่ยวกับความผันผวน (Volatility) ของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ยังคงเป็นประเด็นที่มีข้อถกเถียงกันมาก เนื่องจากมีปัจจัยที่เกี่ยวข้องในหลายประเด็นทั้งที่ควบคุมได้และไม่ได้ อาทิเช่น ในกรณีของสินค้าเกษตร ซึ่งผลผลิตที่ต้องขึ้นกับฤดูกาล อากาศ หรือสงคราม และปัจจัยทางการเมือง เช่น ปัญหาในตะวันออกกลางและในแอฟริกา ส่งผลต่อราคาน้ำมัน เป็นต้น รวมถึงภาวะเศรษฐกิจโลก

จุดประสงค์หลักของตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์ คือ การป้องกันความเสี่ยงด้านราคาของสินค้าโภคภัณฑ์ (Hedging) โดยเฉพาะตลาด Forward ของสินค้าโภคภัณฑ์ เริ่มต้นจากผู้ผลิตต้องการป้องกันความเสี่ยงจากราคาสินค้าเกษตร จึงกล่าวได้ว่าตลาดซื้อขายล่วงหน้ามีหน้าที่หลักในการถ่ายโอนความเสี่ยง (Risk transfer) จากกลุ่มหนึ่งไปสู่อีกกลุ่มหนึ่ง ซึ่งอาจจะเป็นไปได้ว่าเป็นการโอนความเสี่ยงจากผู้ผลิตสินค้าไปสู่ Speculator เป็นต้น สำหรับผู้เล่นในตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่สำคัญจะแบ่งออกได้เป็น 3 กลุ่ม

²⁶ Free on Board (FOB) คือ ราคาสินค้าที่ผู้ซื้อเป็นผู้จ่ายค่าขนส่ง (Shipping fee) และค่าประกัน (Freight insurance)

²⁷ Carriage, Insurance, and Freight (CIF) คือ ราคาที่ผู้ขายจะรับผิดชอบค่าใช้จ่ายต่างๆ อาทิ ค่าขนส่ง และค่าประกันภัย จนถึงสถานที่ส่งมอบที่กำหนดไว้

- Arbitrageurs ซึ่งจะเป็นผู้เล่นที่ทำหน้าที่เชื่อมระหว่างตลาด Spot และ Future เข้าด้วยกัน โดยการหาโอกาสทำกำไรจากส่วนต่างระหว่างราคาในตลาด Spot และ Future
- Hedgers ซึ่งจะใช้ตลาดซื้อขายล่วงหน้าทำหน้าที่โอนความเสี่ยงด้านราคาออกไป
- Speculators เป็นผู้เล่นที่เข้ามารับความเสี่ยงในตลาด รวมถึงเป็นผู้ทำให้เกิดสภาพคล่องในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

โดยส่วนใหญ่แล้ว การซื้อขายตลาด Spot จะเป็นตลาด OTC ซึ่งเป็นการซื้อขายกับระหว่างผู้ซื้อขายโดยตรง ขณะที่ตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์จะเป็นการซื้อขายที่มีตลาด (Exchange) รองรับ โดยตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่สำคัญของโลก ได้แก่

1. สินค้าเกษตร ได้แก่

- Chicago Board of Trade (CBOT) ซึ่งจะซื้อขาย Corn, Soybean, Soybean oil, และ soybean meal
- Chicago Mercantile Exchange (CMEX) ซึ่งจะซื้อขาย Lean Hogs และ Live Cattle
- New York Board of Trade (NYBOT) ซึ่งจะซื้อขาย Cocoa, Coffee, Sugar, และ Cotton

2. โลหะ ได้แก่

- London Metal Exchange (LME) ซึ่งจะซื้อขาย Copper, Aluminum, Tin, Lead, Zinc, และ Nickel
- New York Mercantile Exchange and Commodity Exchange (COMEX) ซึ่งจะซื้อขาย Gold, Silver, และ Copper
- Tokyo Commodity Exchange (TOCOM) ซึ่งจะซื้อขาย Platinum และ Gold

3. พลังงาน ได้แก่

- New York Mercantile Exchange (NYMEX) ซึ่งจะซื้อขาย WTI crude oil, Natural gas, Heating oil, และ Gasoline
- Intercontinental Exchange (ICE) ซึ่งจะซื้อขาย Brent crude oil, Gas oil และ Natural gas

ในปัจจุบันสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีการขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้ามากที่สุดในโลก ได้แก่ สินค้าเกษตร มีสัดส่วนประมาณ ร้อยละ 41 ของการซื้อขายทั่วโลก ขณะที่สินค้าที่มีการซื้อขายมากที่สุดในตลาดซื้อขายล่วงหน้าในโลก คือ น้ำมันดิบ รองลงมาได้แก่ ข้าวโพด

ตารางที่ 3.11 จำนวนสัญญาการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์แบ่งตามชนิด

Type	2006		2007	
	Volume	%	Volume	%
Agriculture	332,982,389	39%	479,187,728	41%
Energy	280,678,094	33%	398,366,342	34%
Metal	164,806,600	19%	218,964,921	19%
Soft	71,594,482	8%	81,288,952	7%
All	850,062,565	100%	1,177,807,943	100%

ที่มา: Commodity Research Bureau

ตารางที่ 3.12 จำนวนสัญญาการซื้อขายในตลาดซื้อขายล่วงหน้าสินค้าโภคภัณฑ์แบ่งตามสินค้า

Rank	Type	2007	2006	%yoy
1	Crude oil	253,715,412	160,042,943	58.5%
2	Corn	119,038,170	117,219,536	1.6%
3	Soybeans	93,039,576	44,794,047	107.7%
4	Soybean Meal	76,936,516	40,913,814	88.0%
5	Sugar	70,779,566	48,225,932	46.8%
6	Wheat	66,047,895	39,442,523	67.5%
7	Gold	62,792,565	51,541,207	21.8%
8	Natural Gas	59,076,945	57,717,050	2.4%
9	Copper	57,031,798	32,859,329	73.6%
10	Rubber	49,490,827	36,291,679	36.4%

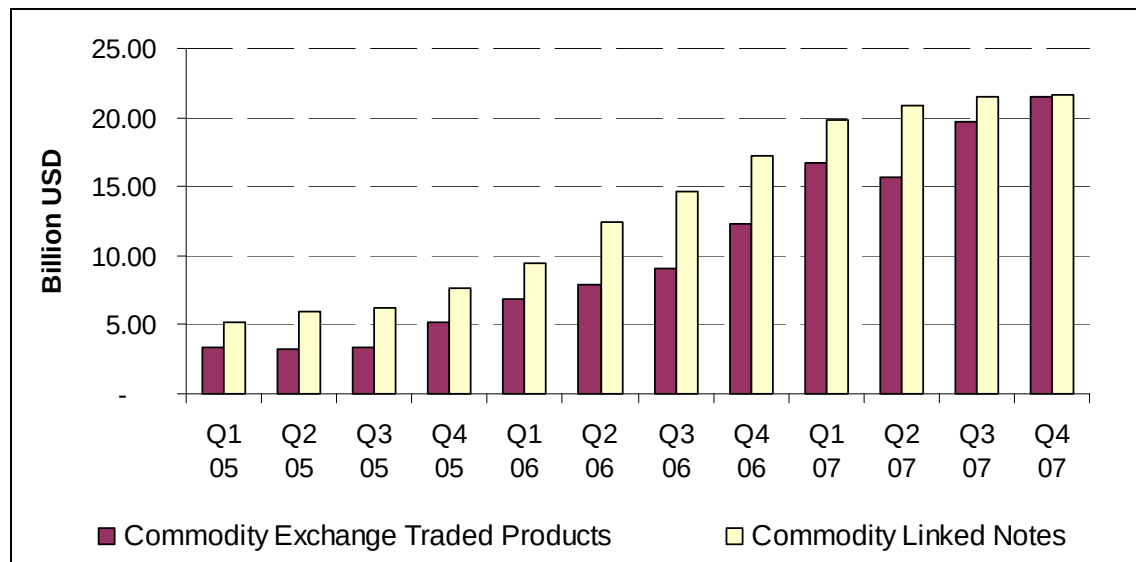
ที่มา: Commodity Research Bureau

ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา นักลงทุนที่สนใจลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์ได้มีแนวโน้มที่จะลงทุนผ่านผลิตภัณฑ์การเงินที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์มากขึ้น แทนที่จะเข้าไปลงทุนในตลาด Spot หรือ Future สินค้าโภคภัณฑ์โดยตรง ซึ่งผลิตภัณฑ์ที่นักลงทุนใช้เป็นเครื่องมือลงทุนผ่าน ได้แก่ Commodity linked funds²⁸, Commodity exchange traded funds²⁹ และ Commodity linked notes³⁰ ซึ่งผลิตภัณฑ์

²⁸ Commodity linked funds เป็นกองทุนรวมที่ลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์

ดังกล่าวเป็นสินค้าที่มีผลตอบแทนเชื่อมโยงกับราคาสินค้าโภคภัณฑ์ แทนการที่จะเข้าไปลงทุนโดยตรงในตลาด Spot หรือ Future ของสินค้าโภคภัณฑ์

แผนภาพที่ 3.28 มูลค่าหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์



ที่มา : IMF (2009) World Economic Outlook, April 2009

²⁹ Commodity exchange traded funds เป็นกองทุนที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยมีราคาอ้างอิงกับราคาสินค้าโภคภัณฑ์

³⁰ Commodity linked notes เป็นสัญญาการลงทุนที่จ่ายผลตอบแทนอ้างอิงกับราคาสินค้าโภคภัณฑ์

3.5 ความเสี่ยงจากโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

จากการวิเคราะห์แนวโน้มที่สำคัญของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน พบความเสี่ยงที่สำคัญ 5 เรื่องคือ 1) ความเสี่ยงจากความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน (Volatility, Reversal and Financial Crisis Risks) 2) ความเสี่ยงจากสภาพคล่องท่วมท้น (Excessive Liquidity Risks) 3) ความเสี่ยงจากเครื่องมือทางการเงิน (Financial Instrument Risks) 4) ความเสี่ยงจากนักลงทุนขนาดใหญ่ (Large Scale Investor Risks) และ 5) ความเสี่ยงทางภูมิเศรษฐกิจ (Geo-economic Risks) รายละเอียดดังนี้

3.5.1 ความเสี่ยงจากความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน (Volatility, Reversal and Crisis Risks)

จากการวิเคราะห์พบว่าความเสี่ยงและปัญหาที่สำคัญที่สุดของการเคลื่อนย้ายเงินทุนคือ ความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน จากการเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศมีระดับสูงมากขึ้น ส่งผลให้ผลกระทบทางปัจจัยเศรษฐกิจต่าง ๆ (Economic shocks) ของต่างประเทศสามารถส่งผลถึงกันได้มากขึ้นผ่านตลาดการเงิน ก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงิน และเพิ่มโอกาสในการเกิดวิกฤตการเงินสูงขึ้น³¹ Sabri (2006)³² พบว่าการเชื่อมโยงทางการเงินจะเป็นตัวเร่งความผันผวนในตลาดทุนให้เพิ่มขึ้น เป็นผลจากการที่มีการเก็งกำไร ซึ่งส่งผลกระทบต่อตลาดอื่นๆ และท้ายที่สุดก็นำไปสู่วิกฤตการเงินได้

Bordo et al (2001)³³ พบว่าความถี่ในการเกิดวิกฤตทางการเงินมีเพิ่มขึ้นอย่างมากในระยะหลัง โดยตั้งแต่ทศวรรษที่ 1980 เป็นต้นมา มีวิกฤตการเงินเกิดขึ้น 163 ครั้งทั่วโลก ซึ่งในจำนวนนี้ 106 ครั้งเป็นวิกฤตการเงินที่เกิดขึ้นในช่วงทศวรรษที่ 1990 และ 2000 เนื่องจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่สูงขึ้น ระบบการเงินโลกเชื่อมโยงกันอย่างใกล้ชิด จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ว่าโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเป็นหนึ่งในสาเหตุสำคัญที่ทำให้ประเทศต่าง ๆ ต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการเกิดวิกฤตการเงินที่เพิ่มขึ้นและง่ายขึ้นกว่าเดิม

การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีการเคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็ว มีความผันผวนต่อเนื่อง และบ่อยครั้งที่มีการไหลออกอย่างเฉียบพลัน (Reversal) ซึ่งสร้างปัญหาให้กับตลาดการเงิน รวมทั้งเศรษฐกิจโดยรวมได้ โดยในกรณีที่รุนแรงก็เป็นสาเหตุของการเกิดวิกฤตการเงินได้ โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนาที่ตลาดการเงินยังมีระดับการพัฒนาดำกว่า และพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศสูง

³¹ Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003) "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence" IMF Working Paper WP/17/03 รายละเอียดใน 3.1.6

³² Sabri, R. . Nidal (2006) "Globalization and Stock Market Stability." SSRN Working paper.

³³ Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, and Maria Soledad Martinez-Peria. (2001), "Financial Crises: Lesson from the Last 120 Years," *Economic Policy*

ผลจากการที่เงินทุนต่างประเทศไหลเข้าประเทศเป็นจำนวนมาก ทำให้เกิดปัญหาต่อเศรษฐกิจที่สำคัญได้ 3 เรื่องได้แก่

1) ปัญหาสินเชื่อ การลงทุน และฟองสบู่ของราคาสินทรัพย์ (Credit, Investment and Asset Bubbles) แนวโน้มสภาพคล่องในระบบการเงินโลกในช่วงที่ผ่านมาวันจะขยายตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในช่วงที่ผ่านมาได้เติบโตเร็วกว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจมาก ส่งผลให้ต้นทุนการเข้าถึงเงินทุนอยู่ในระดับที่ต่ำ เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย ทั้งจากภายในประเทศ หรือภายนอกประเทศ จากต้นทุนที่ต่ำและเข้าถึงง่าย จึงทำให้เกิดความไม่รอบคอบในการลงทุน การให้สินเชื่อ โดยเฉพาะการลงทุนที่เพิ่มขึ้นนี้ เป็นตัวเร่งให้ราคาสินทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ดังจะเห็นได้จากฟองสบู่อสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐ เป็นผลจากการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ เพื่อช่วยให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ผลดังกล่าวทำให้เกิดความต้องการซื้อและการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์มากขึ้น ซึ่งผลักดันให้ราคาที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นสูง และเกิดการเก็งกำไร และผลที่ตามมาของการลงทุนมากเกินไป คือ เกิดการฟองสบู่ภาคอสังหาริมทรัพย์แตก ส่งผลลบต่อทั้งนักลงทุน สถาบันการเงิน และภาคเศรษฐกิจต่อเนื่องกันเป็นลูกโซ่ หรือกรณีหากประเทศที่มีการเปิดเสรีตลาดทุน แม้ว่าเงินทุนต่างประเทศไหลก็สามารถไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นเป็นจำนวนมากได้ ก็จะทำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ก็เป็นการเพิ่มความเสี่ยงและความผันผวนให้กับตลาด

2) ปัญหาของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Problems) เป็นผลโดยตรงจากการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างชาติ เนื่องจากส่งผลอุปสงค์และอุปทานของเงินและอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะกรณีที่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศเป็นจำนวนมาก ทำให้ค่าเงินแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว (Overshooting) จะสร้างความเสียหายให้กับภาคเศรษฐกิจจริง หากค่าเงินแข็งค่าขึ้นเร็วกว่าค่าเงินของประเทศคู่ค้า ดังเช่นที่เคยเกิดขึ้นกับประเทศไทยในช่วงปี 2006 จนต้องมีการประกาศมาตรการควบคุมเงินทุนไหลเข้า (Capital control measure) ก่อนจะมีการประกาศยกเลิกไปในภายหลัง

3) ปัญหาในงบดุล (Balance sheet Problems) การพึ่งพาเงินทุนในรูปแบบของสกุลเงิน และอายุไม่เหมาะสม โดยเฉพาะของภาคเอกชน (Currency and Maturity Mismatch) ซึ่งประเทศไทยได้ประสบกับปัญหาดังกล่าวไปแล้วในช่วงวิกฤติปี 1997 ที่ภาคเอกชนกู้ยืมเงินต่างประเทศจำนวนมากโดยไม่มีการบริหารความเสี่ยง จนท้ายที่สุดเกิดปัญหาในบริษัทและสถาบันการเงินจำนวนมาก

และเมื่อเกิดการไหลออกอย่างฉับพลันของเงินทุน สามารถก่อให้เกิดปัญหาอย่างมากได้ ตั้งแต่วิกฤตค่าเงิน วิกฤตในตลาดทุน ตลาดการเงินและสถาบันการเงิน

3.5.2 ความเสี่ยงจากสภาพคล่องท่วมท้น (Excessive Liquidity Risks)

ความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์ที่สำคัญอีกประการคือความเสี่ยงจากสภาพคล่องหรือปริมาณเงินทุนโลกที่ท่วมท้น มีสาเหตุจากทรัพย์สินทางการเงินโลกและการเคลื่อนย้ายเงินทุนเติบโตอย่างมาก และท่วมท้นโลก ได้สร้างความเสี่ยงต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโลกอย่างไม่เคยมีมาก่อน ในปี 2007 อัตราขยายตัวของสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นร้อยละ 18 ในขณะที่มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 9.0³⁴ ในช่วงปี 1990 – 2006 ซึ่งก็เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ทางการเงินประเภทต่างๆ ทั้งตราสารทุน (Equities) ตราสารหนี้ (Fixed income securities) รวมถึงเงินฝาก (Deposits) ส่งผลให้ทรัพย์สินโลกต่อ Global GDP คิดเป็นร้อยละ 356 ในปี 2007 จากร้อยละ 120 ในปี 1980

ส่วนการเคลื่อนย้ายเงินทุน มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 19.1 ในปี 2007 ในขณะที่มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 9.7³⁵ ในช่วงปี 1980 – 1990 และสูงขึ้นเป็นร้อยละ 14.6 ในช่วงปี 1990-2006 และ ส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อ Global GDP คิดเป็นร้อยละ 20.5 ในปี 2007 จากร้อยละ 3.7 ในปี 1980

ตารางที่ 13 มูลค่า Cross-Border Capital Flow

ล้านล้านเหรียญสหรัฐ

Year	1980	1990	1995	2000	2005	2006	2007
Cross-Border Capital Flow	0.4	1.1	1.6	5.8	8.4	9.4	11.2
% of Global GDP	3.7	4.8	5.4	18.2	18.6	19.3	20.5

ที่มา : McKinsey Global Institute (2008)

ตารางที่ 14 มูลค่าของสินทรัพย์ทางการเงินโลก

ล้านล้านเหรียญสหรัฐ

Year	1980	1990	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Financial Assets	12	43	94	92	96	117	134	142	167	196
% of Global GDP	120%	195%	294%	288%	291%	316%	319%	316%	341%	356%

ที่มา : McKinsey Global Institute (2008)

ในอดีต สัดส่วนของสินทรัพย์ทางการเงินโลกอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมของโลก (World GDP) เช่น ในปี 1980 สัดส่วนของสินทรัพย์ทางการเงินโลกต่อ Global GDP อยู่ที่ร้อยละ 120 และต่อมาสินทรัพย์ทางการเงินโลกเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจนเป็นร้อยละ 356 ต่อ ในปี 2007 ตลอดระยะเวลา 27 ปี สินทรัพย์ทางการเงินทั่วโลกเพิ่มขึ้นกว่า 16 เท่า ในช่วงปี 80 – 90 สินทรัพย์ทางการเงินโลกโดยเฉลี่ยจะใช้เวลาประมาณ 5 ปี ถึงจะเพิ่มขึ้น 1 เท่าตัว แต่ในปัจจุบันใช้เวลาสั้นลงเพียง

34. Compound Annual Growth Rate

35. Compound Annual Growth Rate

ประมาณ 3 ปี ในอดีตประเทศที่มีตลาดการเงินที่ซับซ้อนจะมีเพียงประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจอย่างสหรัฐ ญี่ปุ่น และยุโรปตะวันตก และในปี 2000 มีประเทศจำนวน 11 ประเทศที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ทางการเงินมากกว่าขนาดของเศรษฐกิจ 3.5 เท่า แต่ในปี 2007 จำนวนประเทศที่มีสินทรัพย์ทางการเงินใหญ่กว่าขนาดเศรษฐกิจเพิ่มเป็น 25 ประเทศ รวมถึงประเทศจีนและแอฟริกาใต้เข้ามาด้วย เป็นผลมาจากความสะดวกของการเคลื่อนย้ายเงินทุน ทำให้การกระจายการลงทุนไปยังภูมิภาคต่างๆ (Portfolio Diversification) ได้ง่ายขึ้น ในขณะเดียวกันการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของทรัพย์สินโลกนี้ ได้เพิ่มความเสี่ยงต่อประเทศที่รองรับเงินทุน โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนา ที่มีการไหลเข้าของเงินทุนอย่างมากในระลอกนี้ ในขณะที่หลายประเทศยังไม่มีความสามารถในการรองรับ หรือบริหารจัดการเงินทุนอย่างดีพอ จนเกิดปัญหาต่าง ๆ ดังกล่าว

ปัญหาสำคัญหนึ่งของเงินทุนในโลก คือเงินให้กู้ยืมมีสัดส่วนสูงมาก โดยการฝากเงินและกู้เงินข้ามประเทศ มีสัดส่วนคิดเป็นร้อยละ 60 ของการเคลื่อนย้ายเงินทุนทั้งหมด และขยายตัวสูงมากจากมูลค่า 0.7 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในปี 1995 เป็น 6.0 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในปี 2007 จากการประเมินของ McKinsey พบว่าร้อยละ 65 ของเงินกู้ข้ามชาติ (Cross-border loans) ทั่วโลกมีอายุการให้กู้ยืมต่ำกว่า 1 ปี ซึ่งเงินกู้ระยะสั้นนี้ ถือได้ว่ามีความเสี่ยงสูงกว่าเงินประเภทอื่น และหากมีการเรียกเงินกู้กลับอย่างรวดเร็ว อาจเกิดวิกฤตการเงินในเอเชียช่วงปี 1997 ได้

3.5.3 ความเสี่ยงจากเครื่องมือทางการเงิน (Financial Instrument Risks)

แนวโน้มที่สำคัญทางการเงินโลกคือการเกิดขึ้นของนวัตกรรมทางการเงินตลอดจนเครื่องมือทางการเงินใหม่ ๆ ซึ่งได้สร้างประโยชน์มากแต่ก็ได้สร้างความเสี่ยงอย่างมากด้วยเช่นกัน ตราสารทางการเงินหรือเครื่องมือทางการเงินบางประเภทมีความเสี่ยงที่สูงกว่าประเภทอื่น ๆ อาทิ Commodity futures ที่ได้รับความนิยมสูงขึ้นอย่างมากในปัจจุบัน ให้ผลตอบแทนสูง ในขณะเดียวกันก็มีความเสี่ยงสูง และ CDOs ที่เป็นนวัตกรรมทางการเงินที่ได้รับความนิยมมากและเป็นส่วนสำคัญที่ส่งผลให้เกิด sub-prime crisis ในที่สุด

ความเสี่ยงจากตราสารทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่ ตามกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่ทำให้เทคโนโลยีทางการเงิน มีการใช้อย่างแพร่หลาย ไปทั่วโลกอย่างรวดเร็ว สร้างประโยชน์ให้ระบบการเงินอย่างมาก ในขณะเดียวกันก็สร้างปัญหาอย่างมากเช่นเดียวกัน ตราสารการเงินนี้มีส่วนสำคัญในการสร้างความเสี่ยงและส่งผลให้เกิดวิกฤต sub-prime ที่กลายเป็นวิกฤตการเงินโลกในที่สุด

ผลจากเทคโนโลยีที่ดีขึ้น ทำให้มีการพัฒนานวัตกรรมทางการเงิน และผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่เพื่อรองรับกับความต้องการของนักลงทุน เช่น ความต้องการเก็งกำไร ความต้องการป้องกันความเสี่ยง รวมถึงความต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในบริเวณที่ไม่มีกฎระเบียบรองรับ หรือควบคุมอย่างเข้มงวด ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดเจน คือ วิกฤตการเงินในประเทศสหรัฐในปี 2008 ที่ได้ลุกลามกลายเป็นวิกฤตการเงินของโลก ได้ชี้ให้เห็นแล้วว่าความล่าช้าในการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุน ที่

ทำให้มีนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ เกิดขึ้นอยู่เสมอ อาทิเช่น CDO CDS และ Derivatives ในรูปแบบต่างๆ ได้สร้างให้ตลาดเงินมีความซับซ้อนและมีความลึกมากขึ้น โดยเฉพาะในกรณีที่ถูกระเบียบข้อบังคับ ที่ใช้กำกับควบคุมดูแลสถาบันการเงินที่มีอยู่ไม่เหมาะสมที่จะรองรับนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ เหล่านี้ได้ จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ ที่จะสร้างให้เกิดความเสียหายและให้เกิดวิกฤตการเงินตามมา

3.5.4 ความเสี่ยงจากนักลงทุนขนาดใหญ่ (Large Scale Investor Risks)

แนวโน้มที่สำคัญในตลาดทุนโลก คือ การเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วในของนักลงทุนสถาบัน เช่น Hedge funds, Sovereign wealth funds, Pension funds และ Mutual funds จากขนาดของกองทุนที่มีขนาดใหญ่ขึ้น รวมถึงความสามารถในการกู้ยืมเงิน (Leverage) ได้ส่งผลให้นักลงทุนดังกล่าวมีความสำคัญและเพิ่มบทบาทการเป็นผู้ชี้ทิศทางของเงินทุน

แม้ว่าการลงทุนของกลุ่มนักลงทุนสถาบันจะเป็นตัวสร้างให้เกิดนวัตกรรมทางการเงินและวิธีลงทุนใหม่ เพื่ออุปทานการลงทุนในตลาดเงิน และขยายฐานนักลงทุน เนื่องจากเป็นผู้ที่มีระบบบริหารจัดการความเสี่ยง และเข้าใจการลงทุนได้ดีกว่านักลงทุนรายย่อย และสามารถเข้าไปลงทุนในภูมิภาคต่างๆ ได้สะดวกกว่า แต่เนื่องจากความที่กองทุนมีขนาดที่โตขึ้น และเครื่องมือในการวิเคราะห์และการลงทุนที่ทำได้รวดเร็ว จะพบว่าการลงทุนของนักลงทุนในกลุ่มดังกล่าวจะมีลักษณะที่สั้น และเคลื่อนย้ายจากตลาดหนึ่งไปสู่อีกตลาดหนึ่งอย่างรวดเร็วในปริมาณที่สูง เมื่อเห็นช่องทางและโอกาสที่ดีกว่า ซึ่งจะสร้างให้เกิดความเสี่ยงต่อตลาดเงินตลาดทุนได้ โดยเฉพาะในประเทศที่มีขนาดตลาดเงินตลาดทุนที่เล็ก อย่างเช่น ตลาดเกิดใหม่

กลุ่มนักลงทุนที่ประเมินว่ามีความเสี่ยงกว่ากลุ่มนักลงทุนอื่น คือ Hedge funds ถึงแม้ว่า Hedge funds จะมีขนาดเพียงร้อยละ 5 ของทรัพย์สินภายใต้การบริหารของกองทุนต่างๆ ทั่วโลก อย่างไรก็ตาม Hedge funds มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและในปริมาณที่สูง มีการประมาณว่า มีการซื้อขายที่ระหว่างร้อยละ 30 – 50 ของปริมาณการซื้อขายต่อวัน (Daily turnover) ของ New York Stock Exchange (NYSE) และ London Stock Exchange (LSE)³⁶

การกู้ยืมของ Hedge funds มีระดับสูงและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระดับสูง เพื่อขยายการลงทุนในการที่จะรักษาระดับผลตอบแทนต่อหน่วยการลงทุนในภาวะที่จำนวนของ Hedge funds และมูลค่าเงินลงทุนเพิ่มขึ้นซึ่งการกู้ยืมในระดับสูงเกินสมควร จะเกิดความเสี่ยงกับสถาบันการเงินเจ้าหนี้มากขึ้น และอาจเกิดผลกระทบกับระบบการเงินโดยรวมได้หาก Hedge funds ขนาดใหญ่ที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงเกิดปัญหาทางการเงิน เช่น ในกรณีของ Long Term Capital Management ที่มีปัญหาในเดือน

³⁶ Financial Services Authority (2005) “Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement” discussion paper 05/04, page 14

กันยายน 1988 จน Federal Reserve Bank of New York ต้องเข้าไปช่วยเหลือเพิ่มสภาพคล่องให้ 3.6 พันล้านเหรียญสหรัฐ (หรือ 122,400 ล้านบาท ที่ 34 บาท/เหรียญสหรัฐ) เนื่องจากเกรงว่าจะเกิดปัญหาต่อสถาบันการเงินเจ้าหนี้และระบบการเงิน ทั้งนี้ตั้งแต่ปี 1998 ก่อนที่ LTCM จะมีปัญหา เงินทุนของกองทุนมี 4.8 พันล้านเหรียญสหรัฐ แต่บริหารทรัพย์สิน (Balance sheet) ที่ 120 พันล้านเหรียญสหรัฐ (หรือ 4,080,000 ล้านบาท ที่ 34 บาท/เหรียญสหรัฐ) คิดเป็นร้อยละ 86 ของมูลค่าตลาดของตลาดหลักทรัพย์ไทยโดยรวม (Market capitalization of SET เดือน มกราคม 2550 มีขนาด 140.3 พันล้านเหรียญสหรัฐ)

การลงทุนของ Hedge fundsขนาดใหญ่ สามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงินได้ โดยแนวโน้มการลงทุนของ Hedge funds ในภูมิภาคต่าง ๆ ของโลกซึ่งขยายตัวอย่างรวดเร็วและมีลักษณะเป็นการลงทุนระยะสั้น และสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างตลาดได้อย่างรวดเร็วในปริมาณสูงเมื่อเห็นช่องทางและโอกาสที่ดีกว่าจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อความมั่นคงของระบบการเงินได้ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีขนาดเล็กและมีสภาพคล่องต่ำ

3.5.5 ความเสี่ยงทางภูมิเศรษฐกิจ (Geo-economic Risks)

ความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเกิดขึ้นทั่วโลกแต่ เมื่อพิจารณาในมิติของภูมิเศรษฐกิจแล้ว พบว่าแหล่งที่มาของความเสี่ยงมีไม่เท่ากัน จากการวิเคราะห์ของ IMF (2009) ชี้ว่าความเสี่ยงกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่เพิ่มขึ้นร้อยละ 50 (เทียบกับตุลาคม 2008 กับเมษายน 2009) และเป็นการปรับเพิ่มระดับความเสี่ยงมากที่สุด เมื่อเทียบกับแหล่งความเสี่ยงอื่นต่อเสถียรภาพการเงินโลก (Risks to Global Financial Stability)

เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มเงินทุนโลกพบว่ากลุ่มประเทศเอเชียตะวันออก ทวีความสำคัญในการส่งออกเงินทุน และทวีความสำคัญในฐานะกลุ่มประเทศที่ขึ้นนำทิศทางการเคลื่อนย้ายเงินทุน จากสถิติกลุ่มประเทศนี้เป็นผู้ส่งออกเงินทุนสุทธิสูงที่สุดในโลกในปี 2007 จำนวน 539 พันล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 38.8 ของการส่งออกเงินทุนสุทธิของโลก จาก 133 พันล้านเหรียญสหรัฐในปี 1995 โดยเฉพาะประเทศจีนที่ส่งออกเงินทุนประมาณหนึ่งส่วนสามของเงินทุนไหลออกจากภูมิภาค ตามมาด้วยสิงคโปร์ และเกาหลีใต้ ซึ่งการส่งออกทุนของประเทศดังกล่าวเป็นการออกไปเพื่อการกระจายความเสี่ยงด้านการลงทุน โดยเฉพาะสิงคโปร์เป็นประเทศที่ส่งออกเงินทุนด้านตราสารทุน ขณะที่จีนเป็นผู้ส่งออกเงินทุนด้านตราสารหนี้

จากบทบาทที่มีความสำคัญมากของประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออก ดังนั้น หากเกิดการเปลี่ยนแปลงหรือปัญหาทางการเงินหรือเศรษฐกิจขึ้นในประเทศดังกล่าว ก็อาจส่งผลกระทบต่อการไหลเข้าออกของเงินทุนโลกได้ โดยเฉพาะประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคดังกล่าว อยู่ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีความเปราะบางในโครงสร้างตลาดการเงิน ความไม่สมดุลของเศรษฐกิจจึงมีโอกาสเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจ สามารถสร้างความผันผวนต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนโลกได้

บทที่ 4

โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน และตลาดทุนไทย (Globalization of Capital and Thai Capital Market)

ปัจจุบันตลาดทุนทั่วโลกมีความเชื่อมโยงกันอยู่ในระดับสูง จากการที่แต่ละประเทศมีการเปิดเสรีด้านการเงินมากขึ้น ทำให้การเปลี่ยนแปลงต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดทุน แต่ละแห่งส่งผลกระทบต่อถึงกันอย่างรวดเร็วกว่าที่จะเห็นได้จากเมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในระยะที่ผ่านมาก่อให้เกิดผลกระทบเป็นวงกว้างทั่วโลกอย่างรวดเร็ว และรุนแรง รวมทั้งประเทศไทยในบทนี้ทำการวิเคราะห์ตลาดทุนไทย และความสัมพันธ์กับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ตลอดจน ทำการเสนอแนวทางรองรับที่เหมาะสม

4.1 โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและตลาดทุนไทย

4.1.1 ตลาดทุนไทยและตลาดทุนต่างประเทศ (SET and Foreign markets)

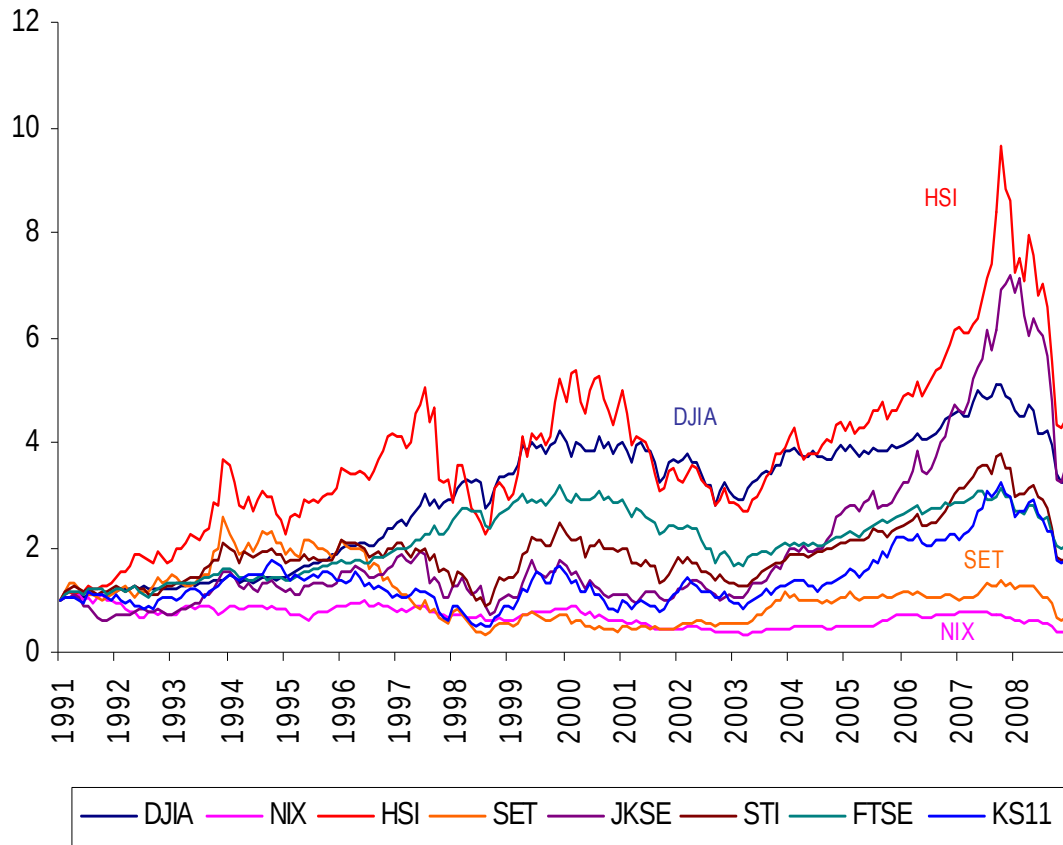
(1) ตลาดทุนไทย มีขนาดเล็กลง

เมื่อพิจารณาดัชนีหลักทรัพย์ไทยและดัชนีหลักทรัพย์ของโลกในระหว่างปี 1991-2008 จะเห็นได้ว่าตลอดระยะเวลา 17 ปีที่ผ่านมา ดัชนีหลักทรัพย์ไทยหดตัวลง ขณะที่ดัชนีหลักทรัพย์ในตลาดทุนต่างประเทศอื่น ๆ มีการปรับตัวสูงขึ้น กล่าวคือ ดัชนีหลักทรัพย์ไทย (SET) ณ สิ้นปี 2008 มีสัดส่วนที่ 0.68 ของดัชนีเมื่อปี 1991 ขณะที่ดัชนีหลักทรัพย์ของต่างประเทศส่วนใหญ่มีการปรับตัวสูงกว่าในปี 1991 มาก เช่น ในปี 2008 ดัชนีหลักทรัพย์ Hang Seng (HSI) ของฮ่องกง ปรับตัวสูงขึ้นจากปี 1991 กว่า 4.4 เท่า ดัชนี JKSE ของอินโดนีเซีย ปรับเพิ่ม 3.5 เท่า ดัชนี DJIA ของสหรัฐปรับเพิ่มขึ้น 3.2 เท่า ดัชนี FTSE ของอังกฤษ ปรับเพิ่มขึ้น 2.0 เท่า ดัชนี KS11 ของเกาหลีและดัชนี STI ของสิงคโปร์ ปรับเพิ่ม 1.76 เท่า มีเพียงดัชนี NIX ของญี่ปุ่นที่ปรับตัวลงเหลือ 0.38 เท่า (แผนภาพที่ 4.1)

แผนภาพที่ 4.1 ดัชนีหลักทรัพย์ของไทย (SET) และดัชนีสำคัญของโลก ระหว่างปี 1991-2008

โดยใช้ 1991 เป็นปีฐาน

สัดส่วน



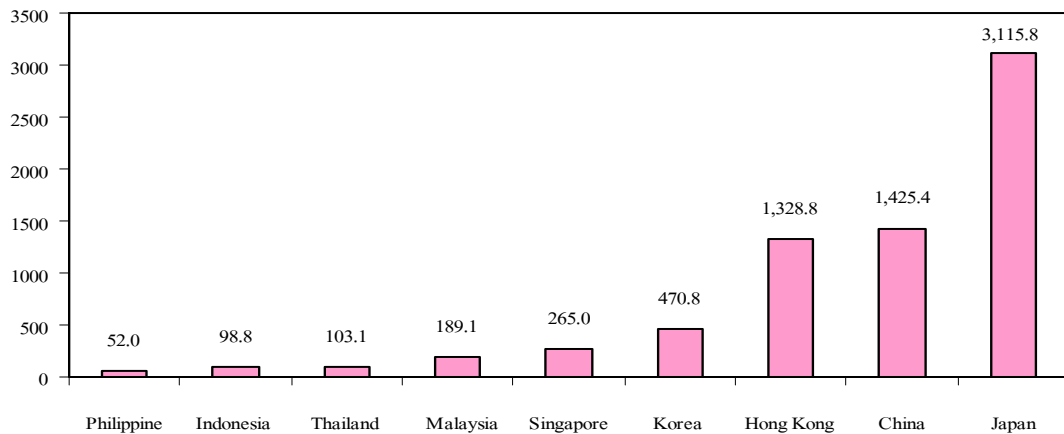
ที่มา : รอยเตอร์

แปลง scale ใช้ปี 1991 เป็นปีฐาน

(2) ขนาดตลาดทุนไทยมีขนาดเล็ก

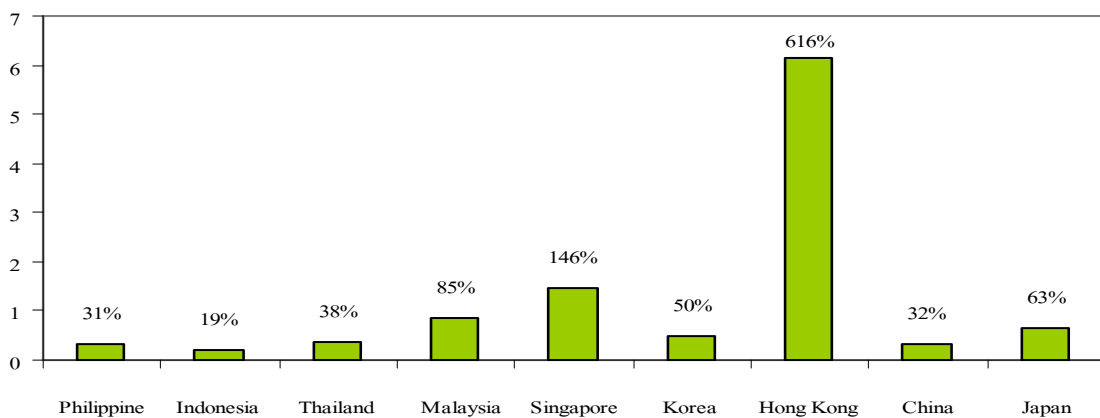
ขนาดตลาดทุนไทยมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน โดยมีขนาดเพียง 103.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ ขณะที่มาเลเซียมีขนาดถึง 189.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งใหญ่กว่าตลาดทุนไทยถึง 1.83 เท่า และเมื่อเทียบกับ GDP ของประเทศ ตลาดทุนไทยต่อ GDP มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 38 ซึ่งมีสัดส่วนน้อยกว่าประเทศเพื่อนบ้าน เช่น มาเลเซีย (ร้อยละ 85) และสิงคโปร์ (ร้อยละ 146) ทั้งนี้ฮ่องกงและสิงคโปร์ล้วนมีขนาดตราสารทุนใหญ่กว่าขนาดเศรษฐกิจของประเทศทั้งสิ้น (แผนภาพที่ 4.2 และแผนภาพที่ 4.3)

แผนภาพที่ 4.2 Market Capitalization ของประเทศต่าง ๆ ปี 2008 (พันล้านเหรียญสหรัฐ)



ที่มา : WFE

แผนภาพที่ 4.3 Market Capitalization ต่อ GDP ของประเทศต่าง ๆ ปี 2008



ที่มา : ข้อมูลจาก WFE และ IMF

คำนวณโดยผู้เขียน

(3) ผลกระทบในตลาดทุนไทยขาดความหลากหลาย

ตลาดทุนไทยมีความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ในตลาดทุนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ ทำให้เป็นอุปสรรคในการพัฒนาตลาดทุน และความสามารถในการตอบสนองความต้องการของนักลงทุน อาจส่งผลให้นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนในตลาดทุนอื่น ๆ ที่ตอบสนองความต้องการได้ดีกว่าแทน ซึ่งการขาดความหลากหลายดังกล่าวนี้เป็นอุปสรรคและจุดอ่อนประการหนึ่งของตลาดทุนไทย ดังนั้น การเพิ่มทางเลือกของการลงทุนและการกระจายความเสี่ยงการลงทุนให้เหมาะสมตามความต้องการของนักลงทุนจึงจำเป็น (ตารางที่ 4.1)

ตารางที่ 4.1 ความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ทางการเงินในตลาดทุน

	USA	Japan	HK	Korea	Taiwan	Singapore	Malaysia	Thailand
Equity Products								
Equity	√	√	√	√	√	√	√	√
REITs	√	√	√	√	√	√	√	√
Warrants	√	√	√	√	√	√	√	√
Foreign Equity	√	√	√			√	√	
Rights	√		√			√	√	
ETF	√	√	√	√	√	√	√	√
Depository Receipts	√	√			√	√		√
Derivatives Products								
Index Futures	√	√	√	√	√	√	√	√
Index Options	√	√	√	√		√	√	√
Single Stock Futures	√		√				√	√
Commodity Futures	√		√	√		√	√	√
Currency Futures	√			√				
Currency Options	√			√				
Interest Rate Futures	√	√	√	√	√	√	√	
Interest rate Options	√					√		
Bond Products	√	√	√	√	√	√	√	√
Total No. of Products	16	10	12	11	8	13	12	9

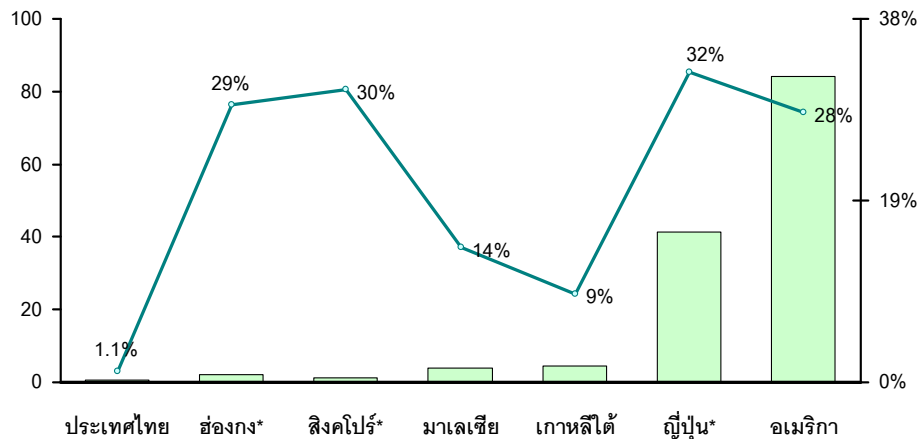
ที่มา : Bloomberg และเอกสารรายงานแผนตลาดทุนไทย

(3) นักลงทุนในตลาดทุนไทยมีจำนวนจำกัด

เมื่อพิจารณาสัดส่วนนักลงทุนในตลาดทุนต่อจำนวนประชากรแล้ว พบว่าประเทศไทยมีการลงทุนในตลาดทุนอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน โดยสัดส่วนนักลงทุนไทยต่อประชากรไทยทั้งหมดมีเพียงร้อยละ 1.1 เท่านั้น ขณะที่ฮ่องกงและสิงคโปร์ประชากรในประเทศให้ความสนใจในการลงทุนในตลาดทุนถึงร้อยละ 30 (แผนภาพที่ 4.4)

แผนภาพที่ 4.4 สัดส่วนผู้ลงทุนในตลาดทุนต่อประชากรของประเทศต่างๆ

พันล้านเหรียญสหรัฐฯ



หมายเหตุ: ข้อมูลข้างต้นเป็นข้อมูล number of central depository accounts ของแต่ละตลาด ยกเว้นของUSA เป็นข้อมูลจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งทางตรงและลงทุนผ่านกองทุนประเภทต่างๆ และ Hong Kong เป็นข้อมูลจากการสำรวจผู้ลงทุนที่มีการซื้อขายหุ้นในช่วง 12 เดือนก่อนวันทำการสำรวจ
ข้อมูล ณ สิ้นปี 2551 ยกเว้น * ข้อมูล ณ สิ้นปี 2550

ที่มา: Exchanges' annual reports,

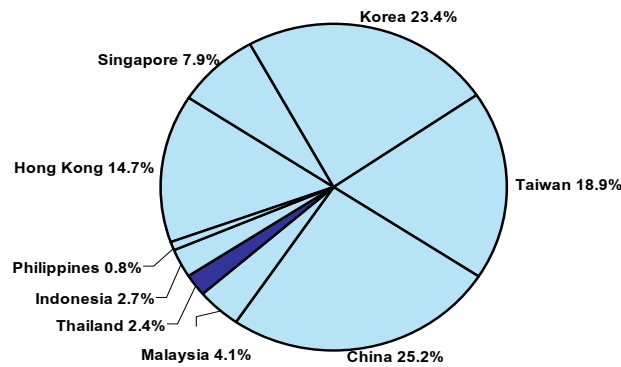
(4) บทบาทตลาดทุนไทยมีน้อยเมื่อเทียบกับตลาดทุนต่างประเทศ

เมื่อพิจารณาบทบาทของตลาดทุนไทยเทียบกับตลาดทุนอื่น โดยใช้ MSCI Far East Ex Japan Index พบว่า น้ำหนักของ SET ในดัชนีหลักทรัพย์ระหว่างประเทศมีสัดส่วนร้อยละ 2.4 (สัดส่วน GDP ของไทยอยู่ที่ 3.7) ขณะที่เกาหลีใต้ ได้หวัน และฮ่องกงมีสัดส่วนร้อยละ 23.4 18.9 และ 14.7 ตามลำดับ (แผนภาพที่ 4.5)

แผนภาพที่ 4.5 ขนาดของตลาดหลักทรัพย์และรายได้ประชาชาติของไทยเทียบกับในภูมิภาค

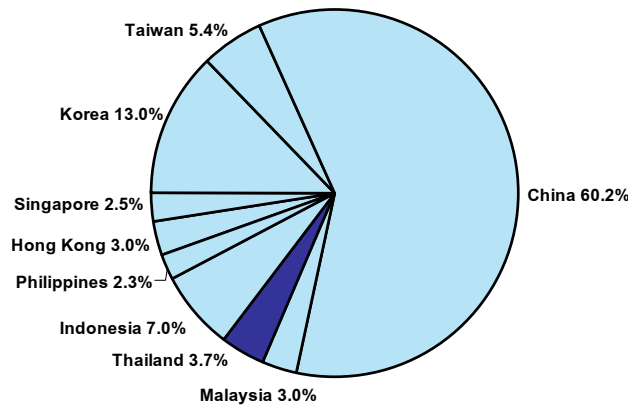
Weight in MSCI Far East Ex Japan Index

ข้อมูล ณ 14 ส.ค. 2008; หน่วย: เปอร์เซนต์



GDP weight of countries under MSCI Far East ex Japan Index

ข้อมูลปี 2008; หน่วย: เปอร์เซนต์



ที่มา : Morgan Stanley Capital International และเอกสารรายงานแผนตลาดทุนไทย

(5) ตลาดทุนไทยมีการเชื่อมโยงกับตลาดต่างประเทศมากขึ้น

จากข้อมูลสถิติ พบว่าการเชื่อมโยงของตลาดทุนไทยกับตลาดทุนต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะหลังช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997 เป็นต้นมา ในระหว่างปี 2000-2008 ความสัมพันธ์ของตลาดทุนไทยและตลาดทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์มากขึ้นและเป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างเห็นได้ชัด โดยเฉลี่ยค่าสหสัมพันธ์ 0.537 ช่วงหลังวิกฤต (2000- 2008) สูงขึ้นมากจากค่าเฉลี่ย 0.296 ของช่วงก่อนวิกฤต (1991 – 1996) (ตารางที่ 4.2)

ช่วงวิกฤตเอเชีย 1997 – 1999 พบว่าดัชนีไทยกับกลุ่มประเทศในเอเชียมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน แต่ดัชนีไทยกับดัชนีสหรัฐและอังกฤษ มีความสัมพันธ์น้อยลง

ตารางที่ 4.2 ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ

SET กับ	1991-1996	1997-1999	2000-2008
1. DJIA สหรัฐอเมริกา	0.176	0.054	0.597
2. FTSE อังกฤษ	0.143	0.038	0.376
3. NIKKE225 ญี่ปุ่น	0.000	0.516	0.415
4. HIS ฮองกง	0.168	0.626	0.549
5. JKSE อินโดนีเซีย	0.559	0.748	0.624
6. STI สิงคโปร์	0.734	0.811	0.541
7. KS11 เกาหลีใต้	0.296	0.684	0.661
8. เฉลี่ย (1 – 7)	0.296	0.496	0.537

ที่มา : 1) จำนวน โดยผู้เขียน

2) ข้อมูลจากรอยเตอร์เป็นข้อมูลรายวัน ไม่รวมปี 1992 และ 2006 ที่เกิดการปฏิวัติ และปัญหาทางการเมืองทั้งปี ส่งผลให้ความสัมพันธ์ของ SET ผกผัน หรือ ผิดไปจากช่วงอื่นมาก

4.1.2 ตลาดทุนไทยและนักลงทุนต่างชาติ

(1) นักลงทุนต่างชาติช่วยรักษาเสถียรภาพตลาดทุนไทย

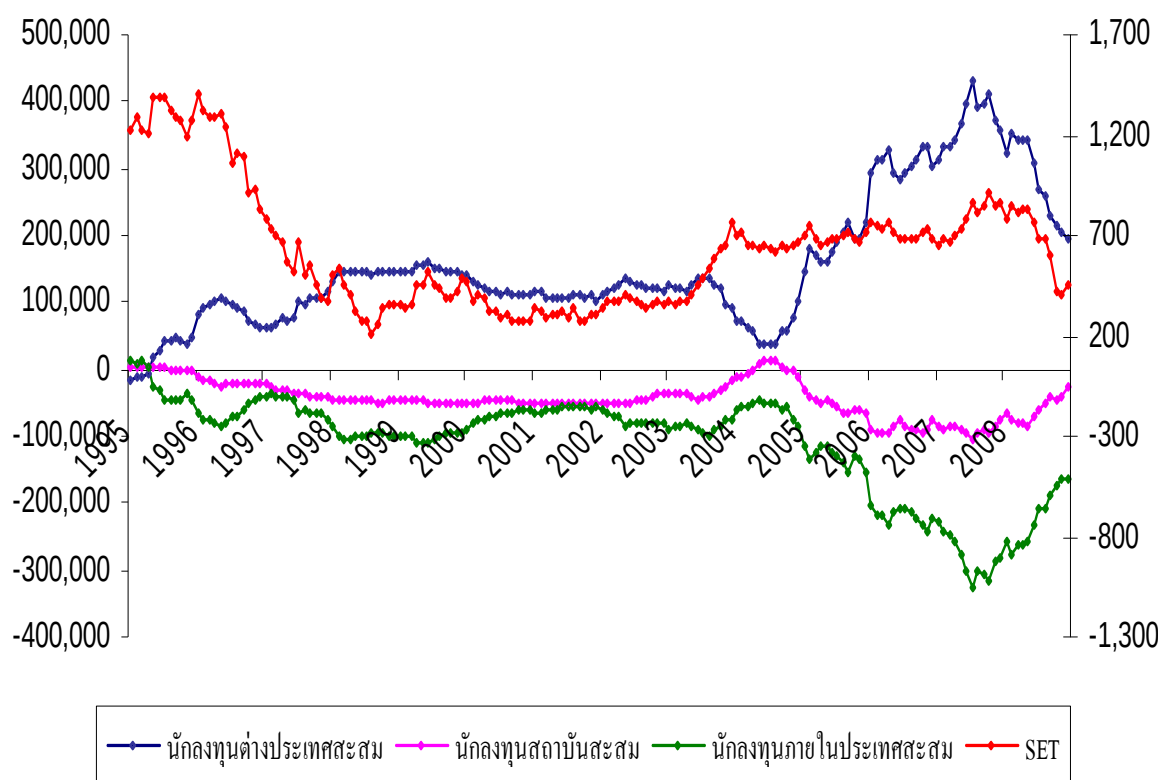
พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดทุนไทยในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา มีความแตกต่างจากนักลงทุนไทย คือ ในขณะที่หลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ นักลงทุนไทยมีการชะลอการลงทุนอย่างมาก และถอนการลงทุนออกจากตลาดหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง นักลงทุนต่างชาติจะขายออกเป็นบางส่วนแต่ก็กลับเป็นผู้ซื้อสุทธิมาโดยตลอดนับตั้งแต่วิกฤตทางเศรษฐกิจในปี 1997 – 2002 ที่ตลาดซบเซา นักลงทุนต่างชาติ ได้ทำการซื้อสุทธิ 82,529 ล้านบาท ในขณะที่นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยมีการขายสุทธิ 28,563 และ 53,965 ล้านบาท ตามลำดับ

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างการซื้อขายสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ปี 1997- 1999 ตามตารางที่ 4.2 พบว่า นักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์เป็นลบ (-) ต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ -0.76 ซึ่งสะท้อนว่า การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติมีลักษณะ Counter-cyclical ต่อดัชนีตลาดหลักทรัพย์ คือ เมื่อดัชนีตลาดเป็นลบ การลงทุนจะเป็นบวก ในขณะที่นักลงทุนสถาบันและนักลงทุน

รายย่อยแล้ว ผลที่ได้เป็นลบ (+) คือเท่ากับ 0.79 และ 0.73 ตามลำดับ มีลักษณะ Pro-cyclical ต่อตลาดหลักทรัพย์ คือ เมื่อตลาดเป็นบวก การลงทุนจะเป็นบวก และเมื่อตลาดติดลบการลงทุนจะเป็นลบ

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาเป็นช่วงเวลาอื่นพบว่า นักลงทุนต่างชาติช่วยรักษาเสถียรภาพตลาดทุนไทยมาก โดยมีการลงทุนในลักษณะ Counter-cyclical ในช่วงตลาดซบเซา ปี 1995-1996 และ 1997 – 1999 หมายถึงซื้อในขณะที่ตลาดเป็นขาลง และลงทุนในลักษณะ Pro-cyclical ในช่วงปี 2000 – 2007 ที่ตลาดเริ่มมีการฟื้นตัว หรือซื้อในขณะที่ตลาดเป็นขาขึ้น สำหรับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยมีการลงทุนในลักษณะตรงข้ามคือ ขายในช่วงตลาดซบเซา ปี 1995 – 1999 และ ยังขายต่อในช่วงตลาดขาขึ้น ในช่วงปี 2000 – 2007 (ตารางที่ 4.3)

แผนภาพที่ 4.6 การลงทุนของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ใน SET รายเดือนสะสม (ล้านบาท)



ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Scale ด้านขวา : หน่วยล้านบาท

Scale ด้านซ้าย : หน่วยจุด (SET)

ตารางที่ 4.3 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนสะสมของนักลงทุนต่าง ๆ กับ SET ปี 1995 – 2008

SET	นักลงทุนต่างชาติ	นักลงทุนสถาบัน	นักลงทุนรายย่อย
1. ก่อนวิกฤต 1995-1996	-0.19	0.55	0.03
2. ช่วงซบเซา 1997-1999	-0.76	0.79	0.73
3. ช่วงฟื้นตัว 2000-2007	0.62	-0.27	-0.72
4. ช่วงวิกฤตสหรัฐ 2008	0.96	-0.92	-0.88
5. ตลอดช่วง 1994 - 2008	-0.04	0.31	-0.05

คำนวณโดยผู้เขียน

เมื่อพิจารณาช่วงปี 2000-2008 ที่ตลาดทุนไทยมีการเคลื่อนไหวในทิศทางที่สอดคล้องกับตลาดทุนโลกมากขึ้น (ตามตารางที่ 4.2) พบว่าค่าความผันผวนโดยเฉลี่ยต่อวันของตลาดทุนไทยลดลงตามตารางที่ 4.4 (วัดจากการหาค่า Standard deviation ของการเปลี่ยนแปลงดัชนี SET Index รายวันตามช่วงเวลาต่าง ๆ)

ตารางที่ 4.4 ค่า Standard Deviation การเปลี่ยนแปลงดัชนีรายวัน และ ค่าเฉลี่ยของค่าสหสัมพันธ์ระหว่าง SET และดัชนีประเทศต่าง ๆ ระหว่างปี 1991 – 2008

	Standard Deviation	Average Correlation
Time 1. 1991-1996	274.5	0.296
2. 1997-1999	142.1	0.496
3. 2000-2008	189.1	0.537

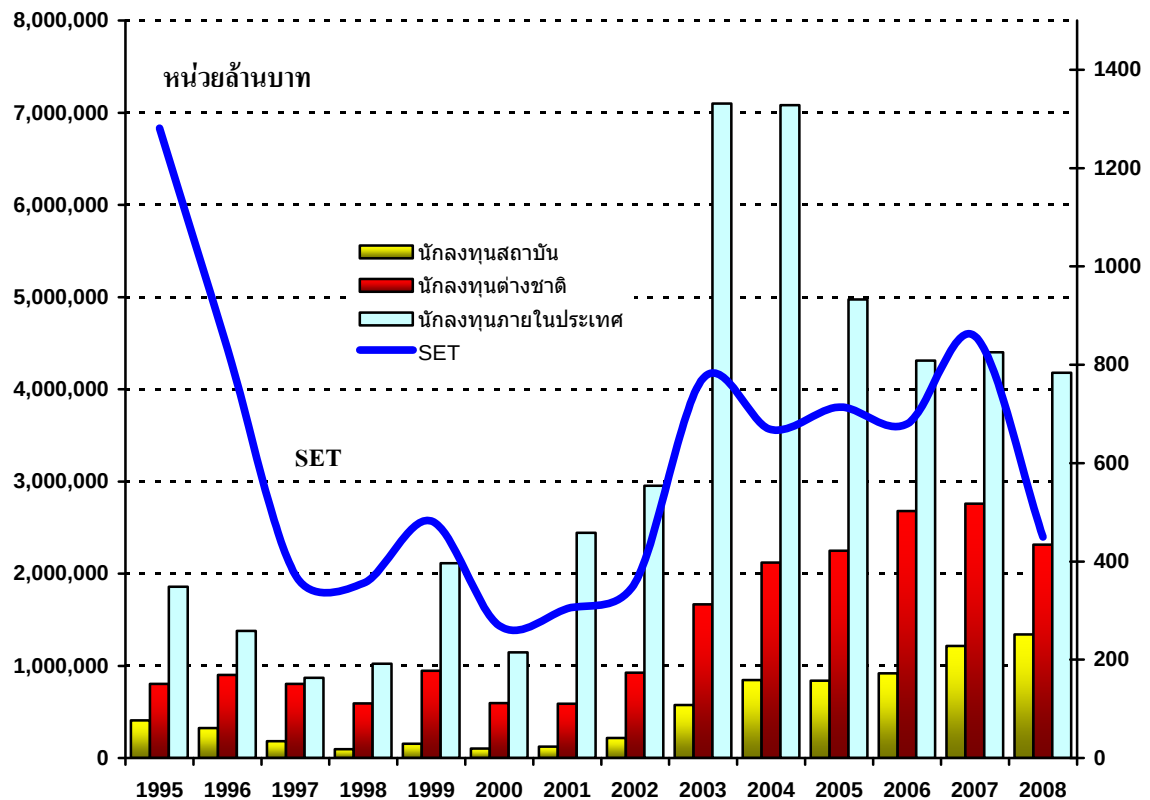
1. ค่า SD คำนวณโดยผู้เขียน

2. ค่าเฉลี่ยของ correlation มาจากจากตาราง 4.2

(2) นักลงทุนต่างชาติช่วยรักษาเสถียรภาพรายได้ตลาดทุนไทย

พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดทุนไทยในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมามีความแตกต่างจากนักลงทุนไทย คือ มีความผันผวนของมูลค่าการซื้อขาย น้อยกว่านักลงทุนไทยและนักลงทุนสถาบัน ในขณะที่นักลงทุนไทยมีความผันผวนมากโดย มีการซื้อขาย 3 ล้านล้านบาท ในปี 2002 ก่อนเพิ่มเป็นสูงกว่า 7 ล้านล้านบาท ในปี 2003 และ 2004 และลดลงเหลือ 5 ล้านล้านบาท ในปี 2005 จนเหลือ 4.2 ล้านล้านบาทในปี 2008

แผนภาพที่ 4.7 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนประเภทต่าง ๆ ใน SET รายปี (ล้านบาท)



ที่มา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.1.3 วิเคราะห์ความอ่อนไหวของตลาดทุนไทยต่อเงินทุนและตลาดทุนโลก

การศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศต่อระบบเศรษฐกิจมีหลายรูปแบบ แนวทางหนึ่งในการใช้ประเมินผลกระทบและความเสี่ยงจากการเคลื่อนย้ายเงินทุน คือ การพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่งในการพัฒนาแบบจำลองการเคลื่อนย้ายเงินทุนมีหลายวิธี แต่สำหรับการศึกษานี้ใช้วิธีทางเศรษฐมิติโดยพัฒนาแบบจำลองขนาดปานกลางที่สะดวกในการใช้ทำ simulation ผลกระทบของการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดทุน โดยเลือกพัฒนาแบบจำลองขนาดกลาง โดยประยุกต์และปรับปรุงแบบจำลองเศรษฐกิจการคลัง 2006¹

จากการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐมิติการเคลื่อนย้ายเงินทุน รายละเอียดตามภาคผนวก B เพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่อระบบเศรษฐกิจและตลาดทุน โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2539 - ไตรมาสที่ 4 ปี 2551 พบว่า การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ ส่งผลให้

¹ เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โกษารณณ์ สุธี เหลืองอร่ามกุล นงนุช ตัยดิสันติวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

Real GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.4 โดยส่งผลให้ Real Private Investment และ Real Private Consumption ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.2 และ 0.8 ตามลำดับ โดยพบว่าเงินทุนประเภทต่าง ๆ ส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจใกล้เคียงกัน (ตารางที่ 4.5)

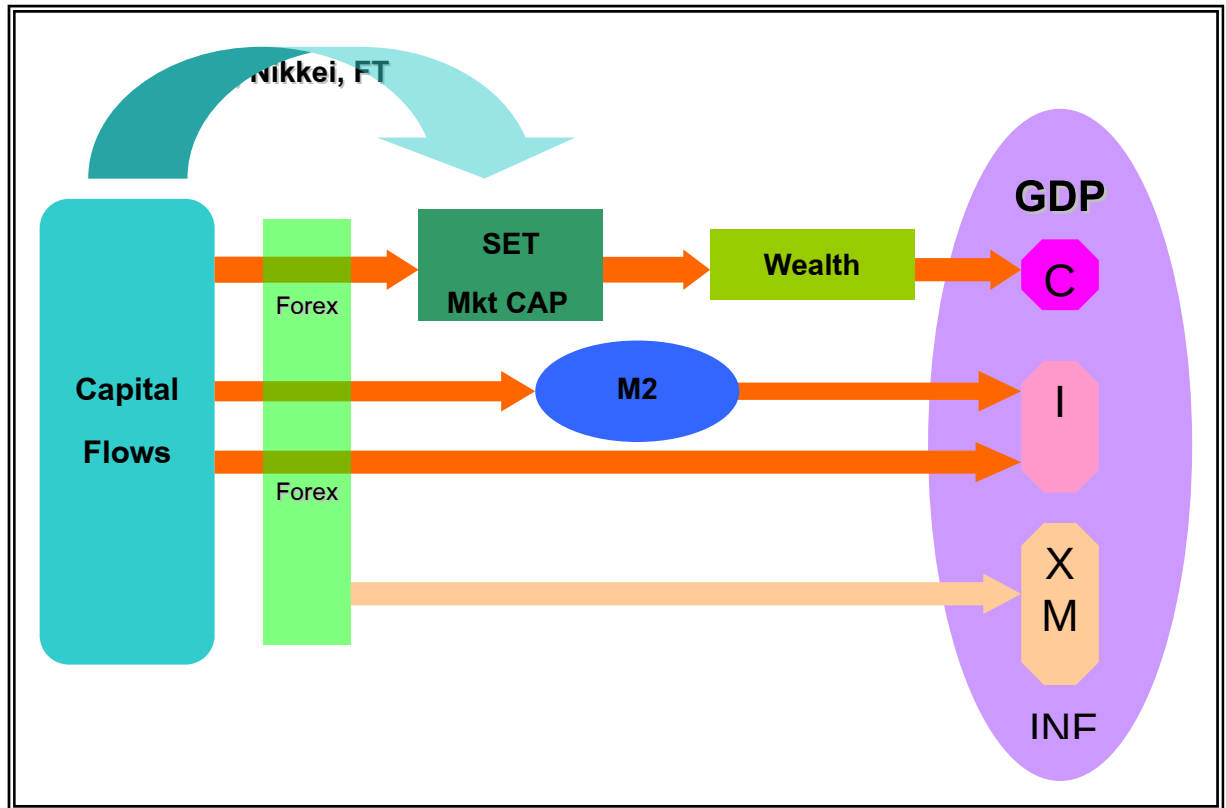
ตารางที่ 4.5 สรุปผลกระทบของเงินทุนโลกต่อเศรษฐกิจไทย²

	Real GDP %change	Real Private Investment %change	Real Private Consumption %change
การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ Foreign Capital Inflows	0.4	3.2	0.8

หมายเหตุ ประเมินการโดยแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน

² เนื่องจาก Capital flows แต่ละประเภท คือ Foreign Direct Investment , Equity Investment และ Foreign Loans ให้ผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ จึงรายงานเป็นค่ากลาง และเพื่อความสะดวกในการเปรียบเทียบจึงแปลงผลที่ได้จากแบบจำลองเป็นหน่วยพันล้านเหรียญสหรัฐของเงินทุน และ % change ของเศรษฐกิจสำหรับการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมหภาค สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง 2549 พบว่าผลกระทบของเงินทุนต่ำว่ามาก คือ การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐของ Foreign Capital Inflows กระทบ RGDP 0.15 อย่างไรก็ตามแบบจำลอง 2549 ไม่ได้ถูกออกแบบให้ประเมินผลกระทบของ capital flows

แผนภาพที่ 4.8 กลไกการส่งผ่านผลกระทบของปัจจัยต่างประเทศต่อตลาดทุนและเศรษฐกิจไทย



สำหรับโครงสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการประเมินผลกระทบจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อเศรษฐกิจไทย สามารถสรุปกลไกการส่งผลทางตรงและทางอ้อมได้ดังนี้

1) ผลต่อตลาดทุนและการบริโภคภาคเอกชน

เงินทุนต่างประเทศจะไหลเข้าสู่ตลาดทุนไทยหรือตลาดหลักทรัพย์ซึ่งอุปสงค์หรืออุปทานในตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ก็จะไปกำหนดราคาหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ต่อไป ถือว่าเป็นกลไกการส่งผ่านโดยตรงต่อตลาดทุน ขณะที่การส่งผ่านผลดังกล่าวไปยังภาคเศรษฐกิจจริงจะส่งผ่านความมั่งคั่ง ($Wealth = M2 + SET\ Mkt\ CAP$) และไปกำหนดการบริโภคของภาคเอกชน (Private consumption) ต่อไป

2) ผลต่อปริมาณเงินและการลงทุนภาคเอกชน

เงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้าออกจะส่งผลต่อการสะสมสินทรัพย์ต่างประเทศ (Net foreign assets) ในประเทศ และเป็นการเพิ่มปริมาณเงินในประเทศให้เพิ่มขึ้น หรือลดลง ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงิน จะส่งไปยังการลงทุนของภาคเอกชน (Private investment) ผ่านการเข้าถึงทุนของภาคเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ย ขณะที่เงินทุนต่างประเทศแบบเงินทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign direct investment) จะกลายเป็นเม็ดเงินที่เข้าไปลงทุนโดยตรง เพิ่มการลงทุนภาคเอกชนอีกส่วน

3) ผลต่อตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากเงินทุนต่างประเทศไหลเข้าออก จะเพิ่มอุปสงค์และอุปทานในตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ นอกเหนือจากความต้องการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศเพื่อการค้า (Trade purpose) ซึ่งการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศเพื่อการลงทุนโดยตรง หรือเพื่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะสร้างแรงกดดันให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น ซึ่งผลของค่าเงินและอัตราเงินเฟ้อ จะส่งผลไปยังภาคเศรษฐกิจผ่านความสามารถในการแข่งขันด้านการค้า ทั้งการส่งออกและการนำเข้าต่อไป

4) ผลทางอ้อมผ่านตลาดทุนต่างประเทศ

ช่องทางส่งข้างต้นนั้น จะเป็นผลกระทบโดยตรงจากการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างประเทศ แต่เงินทุนต่างประเทศยังส่งผลกระทบไปยังตลาดทุนระหว่างประเทศอื่นๆ รวมถึงตลาดทุนไทย ซึ่งการเชื่อมโยงของตลาดทุนไทยกับตลาดทุนโลกนอกจากจะเชื่อมโยงกันจากกระแสของเงินทุนแล้ว ยังพบว่าตลาดทุนไทยยังถูกกำหนดจากปัจจัยด้านจิตวิทยา และความเชื่อมั่นของนักลงทุนทางอ้อมอีกด้วย ผ่านการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่รวดเร็วขึ้นในปัจจุบัน กล่าวคือ หากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ อาทิ Dow Jones, Nikkei และ Hang Seng เป็นต้น ปรับตัวสูงขึ้น ก็จะส่งผลให้ความเชื่อมั่นต่อตลาดหุ้นไทยของนักลงทุน และช่วยให้เพิ่มอุปสงค์ในตลาด และดันให้ราคาปรับเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

สำหรับการประเมิน ผลกระทบ ของ DJIA Global Dow และการซื้อสุทธิของต่างชาติ ต่อ SET ได้พัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจ แบบ single equation ใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่ปี มกราคม 2000 - ธันวาคม 2008 โดยมี 2 แบบจำลองคือ $SET = f(DJIA, \text{การซื้อสะสมของต่างชาติ})$ และ $SET = f(\text{Global Dow}, \text{การซื้อสะสมของต่างชาติ})$ พบว่า 1. การเพิ่มขึ้น 100 จุด (หรือ 1%) ของ DJIA ส่งผลให้ SET + 5.5 จุด (ร้อยละ 0.8) 2. การเพิ่มขึ้น 20 จุด (หรือ 1%) ของ Global Dow ส่งผลให้ SET + 6.3 จุด (ร้อยละ 0.9) และ 3. การซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ พันล้านบาท ส่งผลให้ SET + 2.3 (ร้อยละ 0.3) ตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 สรุปผลกระทบของตลาดทุนโลกและนักลงทุนต่างชาติต่อตลาดทุนไทย

	SET เปลี่ยนแปลง (จุด)
1. การเพิ่มขึ้น 100 จุด (หรือ 1%) ของ DJIA	+ 5.5 (0.8%)
2. การเพิ่มขึ้น 20 จุด (หรือ 1%) ของ Global Dow	+ 6.3 (0.9%)
3. การซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ พันล้านบาท	+ 2.3 (0.3%)

หมายเหตุ DJIA Global Dow และการซื้อสุทธิของต่างชาติ ประเมินการโดยใช้ single equation

4.2 แนวนโยบายสำหรับตลาดทุนไทย

4.2.1 นโยบายการพัฒนาตลาดทุนไทยในปัจจุบัน

แนวคิดสำคัญในการพัฒนาตลาดทุนไทย คือแผนพัฒนาตลาดทุนไทยที่อยู่ระหว่างการจัดทำเป็นแผนฉบับที่ 3 ซึ่งมาตรการที่สำคัญแบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) มาตรการปฏิรูปตลาดทุน และ 2) มาตรการปฏิรูปตลาดทุนอื่น ๆ ซึ่งมาตรการปฏิรูปตลาดทุน มี 8 มาตรการดังนี้

- (1) การยกเลิกการผูกขาดและการยกระดับความสามารถในการแข่งขันของตลาดทุนไทย
- (2) การเปิดเสรีและเพิ่มประสิทธิภาพของสถาบันตัวกลาง
- (3) การปฏิรูประบบกฎหมายสำหรับการพัฒนาตลาดทุน
- (4) การปรับปรุงภาษีสำหรับการพัฒนาตลาดทุน
- (5) การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน
- (6) การจัดตั้งระบบการออมเพื่อการชราภาพ
- (7) การสร้างวัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออมระยะยาวให้เกิดขึ้นอย่างกว้างขวาง
- (8) การพัฒนาตลาดพันธบัตร

สำหรับมาตรการปฏิรูปตลาดทุนไทยอื่น ๆ

- (1) การส่งเสริมให้ผู้ลงทุนและผู้ระดมทุนสามารถเข้าถึงตลาดได้ง่ายและทั่วถึง
- (2) การพัฒนาคุณภาพและความหลากหลายของสินค้าและบริการ
- (3) การลดต้นทุนทางการเงิน และต้นทุนการทำธุรกรรม ให้บริษัทไทยสามารถแข่งขันได้
- (4) การสร้างโครงสร้างพื้นฐานที่มีประสิทธิภาพ ทั้งด้านกฎหมาย ระเบียบ บัญชี ภาษี เทคโนโลยี

และการกำกับดูแล

- (5) การส่งเสริมให้ผู้ลงทุนมีความรู้และได้รับความคุ้มครองอย่างเหมาะสม

ตารางที่ 4.7 ทิศทางการพัฒนาตลาดทุนไทยและความร่วมมือในระดับภูมิภาค³

แนวนโยบาย	ระดับประเทศ	ระดับระหว่างประเทศ/ภูมิภาค
1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน / ผู้ระดมทุน และสถาบัน ตัวกลาง)	-การเปิดเสรีและการเพิ่มประสิทธิภาพของ สถาบันตัวกลาง เช่น การเปิดเสรีใบอนุญาต หลักทรัพย์และระบบการให้ใบอนุญาตแบบ ครบวงจรเป็นการทั่วไปแบบไม่จำกัดจำนวน (Single License) ตั้งแต่ 1 ม.ค.2555 และการ เปิดเสรีค่าธรรมเนียมทั้งหมดในปี 2555 - ขยายฐานนักลงทุนโดยส่งเสริมให้บริษัทที่ ลงทุนในภูมิภาคเข้ามาจดทะเบียนในตลาดทุน ไทย -การนำบริษัทลูกของรัฐวิสาหกิจ หรือ Business unit ใหม่เข้าจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ เป็นการเพิ่มมูลค่าตลาดและ จำนวนบริษัทจดทะเบียนของตลาด. -การจัดตั้งกองทุนการออมแห่งชาติ (กอช.) เพื่อเป็นการสร้างรายได้ในวัยสูงอายุให้กับ ประชาชนทั่วประเทศ และเป็นการระดมทุน อีกด้วย -การสร้างวัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออม ระยะยาวให้เกิดขึ้นอย่างกว้างขวาง เพื่อให้ ประชาชนมีการวางแผนทางการเงินเพื่อความ มั่นคงในชีวิตและเป็นการกระตุ้นให้เกิดความ ตื่นตัวในการหาความรู้ความเข้าใจในการ ลงทุน ซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นในการสร้าง วัฒนธรรมการลงทุนผ่านการออมระยะยาวให้ เกิดขึ้นอย่างกว้างขวางในอนาคต เช่น การ ผลักดันให้นายจ้างรายใหม่ที่ประสงค์จะจัดตั้ง	- เพิ่มมูลค่าและจำนวนของบริษัท จดทะเบียนในภูมิภาค เพื่อป้องกัน การแข่งขันจากตลาดอื่นนอก ภูมิภาค -พัฒนาแผนการตลาดในเชิงลึก รวมทั้ง การให้ความรู้ และข่าวสาร ด้านการตลาดแก่นักลงทุน และการ เผยแพร่ข้อมูลอย่างกว้างขวาง

³ สรุปลจาก ร่างแผนพัฒนาตลาดทุนไทย และ The Implementation Plan proposed by ASEAN Capital Markets Forum (ACMF)

แนวนโยบาย	ระดับประเทศ	ระดับระหว่างประเทศ/ภูมิภาค
	กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และนายจ้างรายเก่าที่มีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพแล้ว จัดให้มีนโยบายการลงทุนมากกว่า 1 แบบให้สมาชิกเลือก และผลักดันให้ กบข. จัดให้มี employee choice สำหรับสมาชิก เพื่อเป็นทางเลือกในการลงทุน -การโอนย้ายเงินออมในกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการหรือกองทุนสำรองเลี้ยงชีพสู่กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (RMF) เพื่อส่งเสริมให้มีการออมและการลงทุนอย่างต่อเนื่อง -ส่งเสริมธุรกิจ private equity ที่มีลักษณะคล้ายกับ venture capital โดยปรับปรุงภาษีและเงื่อนไขในการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี	
2.ด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงิน	- การสร้างกลไกระดมทุนผ่านตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศผ่าน Infrastructure fund ซึ่งเป็นการลดภาระของภาครัฐทั้งด้านงบประมาณและหนี้สาธารณะ อีกทั้งเป็นการเปิดโอกาสให้ประชาชนมีทางเลือกในการลงทุนและมีส่วนร่วมในกิจการสาธารณูปโภคพื้นฐานของประเทศมากขึ้น จึงมีแนวนโยบายผลักดันการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและจดทะเบียนในตลาด. - ผลักดันให้มีการออกตราสารทางการเงินในรูปแบบต่าง ๆ ที่หนุนหลังโดยหลักทรัพย์หรือสินค้าโภคภัณฑ์ - การออกกฎระเบียบเพื่อรองรับการลงทุนให้สอดคล้องกับศาสนาอิสลาม เช่น การออก Islamic bond - ส่งเสริมการออกประกันชีวิตควบการลงทุน	-การลดขั้นตอนในการทำธุรกรรมด้านหลักทรัพย์ระหว่างกันในกลุ่มประเทศ ASEAN - การออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ ในระดับภูมิภาค โดยการผลักดันให้บริษัทเอกชนพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ เพื่อออกในกลุ่มประเทศ ASEAN -สนับสนุนผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้ตรงกับศาสนาอิสลามและผลิตภัณฑ์ในตลาดทุน โดยต้องมีการอำนวยความสะดวกแก่ผลิตภัณฑ์เหล่านี้ในระดับภูมิภาค - การออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ ๆ ในระดับภูมิภาค โดยการผลักดันให้บริษัทเอกชนพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ เพื่อออกใน

แนวนโยบาย	ระดับประเทศ	ระดับระหว่างประเทศ/ภูมิภาค
	(unit-linked product) - สนับสนุนการจัดตั้ง Thailand Carbon Fund - พัฒนาและแก้ไขหลักเกณฑ์การกู้เงินและการออกตราสารหนี้ขององค์กรปกครองส่วนท้องถิ่น รวมทั้งให้ความรู้ - เปิดให้มีการซื้อขาย currency (THB) futures - การออกพันธบัตรเพื่อสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่มีสภาพคล่องสูง รุ่นอายุ 3 ปี วงเงินรุ่นละไม่ต่ำกว่า 1 แสนล้านบาทอย่างต่อเนื่อง - การอำนวยความสะดวกธุรกรรมข้ามประเทศจะช่วยกระตุ้นให้เกิดนวัตกรรมในการพัฒนาสินค้าและบริการใหม่ ๆ เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับผู้ลงทุนมากยิ่งขึ้น - ส่งเสริมการออกกรมธรรม์ประกันชีวิตแบบบำนาญ (Annuity Product) โดยจัดอุปสรรคทางภาษี - การเปิดให้มีการซื้อขาย Interest rate futures/bond futures เพื่อเพิ่มเครื่องมือบริหารความเสี่ยงให้เป็นทางเลือกแก่ผู้ลงทุน - การนำหุ้นที่กระทรวงการคลังถืออยู่กระจายในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ซึ่งปัจจุบันกระทรวงการคลังถือหุ้นบริษัทใน ตลท. 20 แห่ง คิดเป็นมูลค่าตลาดรวม 281,971 ล้านบาท (ณ เดือนก.พ. 52) ทำให้เป็นการเพิ่ม free float ในตลท. และยังเป็นการขายฐานนักลงทุนได้เพิ่มขึ้นอีกด้วย - พัฒนาวิธีการบริหารเงินสดของรัฐบาลเพื่อให้ออกตราสารหนี้ได้อย่างสม่ำเสมอและมีการบริหารต้นทุนเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพ - พัฒนา Private Repo และ Securities Borrowing and Lending (SBL)	กลุ่มประเทศ ASEAN - สนับสนุนผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้ตรงกับศาสนาอิสลามและผลิตภัณฑ์ในตลาดทุน โดยต้องมีการอำนวยความสะดวกแก่ผลิตภัณฑ์เหล่านี้ในระดับภูมิภาค

แนวนโยบาย	ระดับประเทศ	ระดับระหว่างประเทศ/ภูมิภาค
	- ผลักดันให้บริษัทที่ทำธุรกิจในประเทศอินโดจีนเข้าจดทะเบียนใน ตลาด. โดยอาศัยความร่วมมือในระดับรัฐบาลต่อรัฐบาล - ออกพันธบัตรรัฐบาลที่มีการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยโดยอ้างอิงตามอัตราเงินเฟ้อ (Inflation-linked bond)	
3. ด้านกำกับดูแล โครงสร้างตลาดทุน และ อื่น ๆ	- การยกเลิกการผูกขาดและการยกระดับความสามารถในการแข่งขันของ ตลาด. โดยผลักดันให้มีการแก้กฎหมายรองรับการแปรสภาพ ตลาด. และยกเลิกการผูกขาด รวมทั้งการแปรสภาพเป็นบริษัทจำกัด (Corporatization) และดำเนินการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ - การทำความเข้าใจร่วมกันในกลุ่ม ASEAN เกี่ยวกับ กฎระเบียบ มาตรฐาน และวิธีปฏิบัติ - การศึกษาความเหมาะสมในการจัดตั้งองค์กรที่ทำหน้าที่เป็น Central Counter (CCP) เพื่อรองรับความต้องการในการชำระราคาแบบ Net Settlement - ศึกษาการบังคับใช้ script less ทั่วประเทศ - สนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบบัญชีที่สากลยอมรับตามมาตรฐาน (International Financial Reporting Standards : IFRS) - เชื่อมโยงระบบส่งมอบและชำระราคาสินค้าการซื้อขายตราสารหนี้ระหว่างภูมิภาคอาเซียน สนับสนุนให้หน่วยงานทั้งภาคเอกชนและภาครัฐให้ความรู้ที่ถูกต้องเกี่ยวกับตลาดทุนแก่นักลงทุน - จัดตั้งหน่วยงานนักลงทุนสัมพันธ์โดยภาครัฐ เผยแพร่ความรู้ด้านตลาดทุนแก่นักลงทุน - เผยแพร่ข้อมูลอย่างโปร่งใสและเท่าเทียม	- สร้างหลักเกณฑ์ และแนวทางในระยากลางสำหรับการซื้อขายแลกเปลี่ยนกันระหว่างกลุ่มประเทศ ASEAN - จัดระบบการบริการด้านธนาคารการซื้อขายหรือการเก็งกำไรจากการขึ้นลงของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Forex) และธุรกรรมต่าง ๆ ให้มีประสิทธิภาพและประหยัด - ลดต้นทุนการบริหารและการจัดการ รวมทั้ง ต้นทุนด้านเทคโนโลยี - อำนวยความสะดวกให้แก่ broker แก่การเข้าถึงและแลกเปลี่ยนระหว่างกัน เพื่อเสริมสร้างสภาพคล่องให้ระบบ - เพิ่มมูลค่าและจำนวนของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาค เพื่อป้องกันการแข่งขันจากตลาดอื่นนอกภูมิภาค - การจัดตั้ง ASEAN Common Exchange Gateway (ACE) ซึ่งเป็นการเชื่อมโยงทางอิเล็กทรอนิกส์โดย broker ในกลุ่ม ASEAN

แนวนโยบาย	ระดับประเทศ	ระดับระหว่างประเทศ/ภูมิภาค
	(Fair disclosure) รวมทั้งมีบทลงโทษอย่างจริงจัง - จัดตั้งหน่วยงานนักลงทุนสัมพันธ์โดยภาครัฐ เผยแพร่ความรู้ด้านตลาดทุนแก่นักลงทุน - การปฏิรูปกฎหมายสำหรับการพัฒนาตลาดทุน ได้แก่ 1) การเสนอร่างพระราชบัญญัติส่งเสริมการรวบรวมกิจการในตลาดทุน 2) การเสนอพระราชบัญญัติส่งเสริมการประกอบธุรกิจของคนต่างด้าวเพื่อการพัฒนาตลาดทุนไทย - สนับสนุนให้บริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด (TSD) สามารถให้บริการแก่ผู้ร่วมตลาดตราสารหนี้ โดยมีต้นทุนการทำธุรกรรมที่เหมาะสม - ดำเนินการรวบรวมบริษัทตลาดอนุพันธ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) และตลาดสินค้าเกษตรล่วงหน้าแห่งประเทศไทย (AFET) ในปี 2553	แต่ละประเทศสามารถเข้าถึงข้อมูลได้โดยตรง - การจัดตั้ง ASEAN Clearing houses เพื่อเป็นศูนย์กลางสำหรับคู่ค้าระหว่างประเทศในภูมิภาค - พัฒนา ASEAN Mutual Recognition Guidelines เพื่อเป็นพื้นฐานในการอำนวยความสะดวกแก่ธุรกรรมระหว่างประเทศในภูมิภาค - กำหนดมาตรฐานขั้นต่ำในการเปิดเผยข้อมูลสำหรับ Central Trading Reporting System (CTRS) เพื่อที่จะพัฒนาความโปร่งใสหลังการซื้อขาย - สนับสนุนให้มีการคุ้มครองนักลงทุนของประเทศสมาชิกที่มีธุรกรรมระหว่างประเทศในภูมิภาค ASEAN โดยพัฒนาแนวทางและกระบวนการเมื่อเกิดข้อพิพาทขึ้น รวมทั้งการจ่ายค่าทดแทน และความเท่าเทียมกันของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนในประเทศ - สร้างหลักเกณฑ์ และแนวทางในระยะกลางสำหรับการซื้อขายแลกเปลี่ยนกันระหว่างกลุ่มประเทศ ASEAN

4.2.2 จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและภัยคุกคามต่อตลาดทุนไทย

สำหรับการวิเคราะห์ SWOT เพื่อประกอบการจัดทำข้อเสนอแนะสามารถสรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 4.8 จุดแข็ง จุดอ่อน โอกาสและภัยคุกคามของตลาดทุนไทย

โอกาส (Opportunities)	ภัยคุกคาม (Threats)
1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน/ผู้ระดมทุน และสถาบัน ตัวกลาง) 1.1 ภูมิภาคเอเชียมีเงินทุนมากและมีบทบาทสำคัญในตลาดทุนโลก ผลจากการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียส่งผลให้ภูมิภาคดังกล่าวทำให้มีการสะสมทุนมากขึ้น อาทิเช่น การเพิ่มขึ้นของทุนสำรองระหว่างประเทศ จนกลายเป็นผู้ส่งออกเงินทุนสุทธิของโลก สามารถสร้างช่องทางหาประโยชน์จากการหาโอกาสจากการที่ตลาดทุนไทยจะสร้างให้เกิดความร่วมมือในระดับภูมิภาค และแสวงหาประโยชน์จากการที่อยู่ในกลุ่มภูมิภาคเดียวกัน ซึ่งถือได้ว่าเป็นการเกะกะแสการพัฒนาและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของภูมิภาค การนำเงินทุนส่วนเกินไปลงทุนเชิงยุทธศาสตร์ในต่างประเทศ รวมถึงการกระจายความเสี่ยงจากแหล่งเงินทุนจากการเพิ่มบทบาทของแหล่งเงินทุนจากข้าเศรษฐกิจเกิดใหม่ ที่จะลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากกลุ่มประเทศตะวันตก ขณะเดียวกันก็เป็นภูมิภาคที่เศรษฐกิจขยายตัวสูง ที่นักลงทุนไทยสามารถกระจายการลงทุนได้	1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน/ผู้ระดมทุน และสถาบัน ตัวกลาง) 1.1 ความผันผวนของเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียและการพึ่งพามากเกินไป เนื่องจากโครงสร้างทางเศรษฐกิจในภูมิภาคมีความเชื่อมโยงกันอย่างใกล้ชิด ส่งผลให้ทิศทางและแนวโน้มเศรษฐกิจของไทยและภูมิภาคมีโอกาสสูงที่จะไปในทิศทางเดียวกัน และประเทศส่วนใหญ่เป็นประเทศกำลังพัฒนา ยังเปราะบางทางเศรษฐกิจ ดังนั้นหากเกิดปัญหาคับกับระบบเศรษฐกิจในภูมิภาคประเทศต่างๆในภูมิภาครวมถึงประเทศไทยก็จะได้รับผลกระทบไปพร้อมกัน ซึ่งรวมถึงตลาดทุนไทยด้วยเช่นเดียวกัน
1.2 การเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายและต้นทุนที่ต่ำลงของผู้ระดมทุนไทย การเชื่อมโยงของตลาดทุนไทยกับตลาดทุนโลกช่วยให้ผู้ระดมทุนไทยสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่ ภาคธุรกิจจะมีช่องทางการระดมทุนได้	1.2 สภาพคล่องท่วมท้นระบบเศรษฐกิจโลกเพิ่มปัญหาฟองสบู่ ปัญหาคurrencyแลกเปลี่ยนและปัญหาในภาคธุรกิจ ผลจากการที่ทรัพย์สินทางการเงินโลกและการเคลื่อนย้ายเงินทุนเติบโตอย่างมาก และท่วมท้นโลก

โอกาส (Opportunities)	ภัยคุกคาม (Threats)
หลากหลายมากขึ้น จากที่พึ่งพาเพียงแค่ระบบการเงินในประเทศ แต่สามารถระดมทุนจากทั้งออกขายตราสารหนี้ หรือตราสารทุนในตลาดทุนต่างประเทศ หรือแม้แต่การระดมทุนในประเทศที่มีการเชื่อมโยงกับตลาดทุนโลก ก็จะเป็นการเพิ่มอุปสงค์จากแทนที่จะจำกัดเพียงแต่นักลงทุนภายในประเทศ แต่เปิดโอกาสให้นักลงทุนต่างประเทศสามารถเข้ามาลงทุนได้ ซึ่งจะช่วยให้ได้ต้นทุนและราคาที่เหมาะสมมากขึ้น	ซึ่งได้สร้างความเสี่ยงต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโลกอย่างไม่เคยมีมาก่อน อาทิเช่น การไหลเข้าของเงินทุนอย่างมากในระยะเวลาอันสั้น ทำให้ประเทศที่ยังไม่มีความสามารถในการรองรับ หรือบริหารจัดการเงินทุนอย่างดีพอ จนเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจขึ้น ได้แก่ - ปัญหาฟองสบู่ในสินเชื่อ การลงทุน และราคาสินทรัพย์ (Credit, Investment and Asset Bubbles) ผลของการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายในต้นทุนที่ต่ำ อาจทำให้เกิดความไม่รอบคอบในการลงทุน การให้สินเชื่อ และเป็นตัวเร่งให้ราคาสินทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว - ปัญหาของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Problems) เป็นผลโดยตรงจากการไหลเข้าออกของเงินทุนต่างชาติ ส่งผลอุปสงค์และอุปทานของเงินและอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว (Overshooting) จะสร้างความเสียหายให้กับภาคเศรษฐกิจจริง - ปัญหาในงบดุล (Balance-sheet Problems) การพึ่งพาเงินทุนในรูปแบบของสกุลเงิน และอายุไม่เหมาะสม โดยเฉพาะของภาคเอกชน (Currency and Maturity Mismatch)
1.3 ฐานนักลงทุนต่างชาติที่กว้างและลึกขึ้น การเชื่อมโยงของตลาดทุนไทยกับตลาดทุนโลกที่ใกล้ชิดกันมากขึ้น ทำให้นักลงทุนในประเทศสามารถออกไปลงทุนในต่างประเทศได้สะดวกขึ้น ขณะเดียวกันนักลงทุนต่างประเทศก็สามารถเข้ามาลงทุนในประเทศได้ง่ายขึ้นเช่นเดียวกัน ดังนั้น การเปิดประตูสู่ตลาดทุนโลกผ่านโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเสมือนการเปิดตลาดทางการเงิน ที่สามารถเข้าถึงนักลงทุนได้ทั่วโลกทำให้มีฐานนักลงทุนที่กว้างขึ้นและลึกขึ้น ส่งผลให้ตลาดทุนมีนักลงทุนที่หลากหลายมากขึ้นตามไปด้วย อาทิ นักลงทุนรายย่อยและนักลงทุน	1.3 นักลงทุนขนาดใหญ่ขึ้นและกำหนดทิศทางตลาด การเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วของนักลงทุนสถาบัน เช่น Hedge funds, Sovereign wealth funds, Pension funds และ Mutual funds ซึ่งมีขนาดของกองทุนที่มีขนาดใหญ่ขึ้น รวมถึงความสามารถในการกู้ยืมเงิน (Leverage) ได้ส่งผลให้นักลงทุนดังกล่าวมีความสำคัญและเพิ่มบทบาทการเป็นผู้ชี้ทิศทางของตลาดทุน เนื่องจากมีขนาดของเงินลงทุนที่มีขนาดใหญ่ โดยเฉพาะนักลงทุนระยะสั้น อย่าง Mutual funds บางกลุ่มและ Hedge funds ซึ่งมีลักษณะเป็นการลงทุนระยะสั้น และสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างตลาดได้อย่าง

โอกาส (Opportunities)	ภัยคุกคาม (Threats)
สถาบันต่างชาติ กองทุนส่วนบุคคล (Private funds) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ (Pension funds) และกองทุนรวม (Mutual funds) ดังนั้น จึงมีนักลงทุนอีกมากที่สามารถดึงมาร่วมกับตลาดทุนไทย	รวดเร็วในปริมาณสูง เมื่อเห็นช่องทางและโอกาสที่ดีกว่า ซึ่งจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อความมั่นคงของระบบการเงินได้ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีขนาดเล็กและมีสภาพคล่องต่ำ
1.4 การเพิ่มช่องทางการลงทุนในต่างประเทศและฐานการลงทุนที่กว้างขึ้นของไทย การเชื่อมโยงกับตลาดทุนระหว่างประเทศ ทำให้สามารถออกไปแสวงหาประโยชน์ในกลุ่มประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูง หรือมีความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปในทิศทางเดียวกับตลาดทุนภายในประเทศ ซึ่งการไปลงทุนในตลาดอื่นจะเป็นเครื่องมือในการกระจายความเสี่ยง (Diversification) ของการลงทุน โดยเฉพาะกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาซึ่งพบว่าให้ผลตอบแทนที่สูง อาทิเช่น กลุ่มประเทศ BRIC	1.4 การเพิ่มความเสี่ยงของนักลงทุนไทยที่ลงทุนในต่างประเทศ ความผิดพลาดที่สำคัญในการลงทุน คือ การที่ไม่มีความรู้ความเข้าใจที่ดีพอในสิ่งที่ลงทุน โดยเฉพาะความเสี่ยงที่จะตามมาจากการออกไปลงทุนนอกประเทศ ซึ่งดูเหมือนว่าจะเป็นการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน แต่ก็พบว่า การไปลงทุนดังกล่าวจะมีความเสี่ยงอื่นที่จำเป็นต้องมีการบริหารจัดการ อาทิเช่น ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น หรือหากตลาดที่เข้าไปลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับตลาดภายในประเทศ ซึ่งอาจจะทำให้ไม่สามารถกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้มากเท่าที่คาดหวังไว้
1.5 การเข้าถึงบริการทางการเงินในต้นทุนที่ถูกลงของนักลงทุนไทย และโอกาสทางธุรกิจโดยเฉพาะสถาบันตัวกลางของไทย ผลของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนผลักดันให้จากการให้บริการทางการเงินจากแต่ละระดับประเทศไปสู่ระดับภูมิภาค และระดับโลก (Internationalization of Financial Services) เนื่องจากการพัฒนาเทคโนโลยีสำหรับการให้บริการทางการเงิน ได้ช่วยผู้ให้บริการทางการเงินเพิ่มช่องทางการกระจายสินค้าได้กว้างไกลมากขึ้น โดยเทคโนโลยีช่วยกำจัดอุปสรรคด้านพรมแดน (Cross-Border Barrier) และระยะทาง (Distance Barrier) โดยสถาบันการเงินระหว่างประเทศสามารถให้บริการแก่ลูกค้าในหลายประเทศ แม้ว่าจะอยู่อีกประเทศหนึ่ง ซึ่งจะช่วยเพิ่มประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด (Economy of Scale) โดย	1.5 การแข่งขันการให้บริการในภาคการเงินที่รุนแรง การเข้ามาของสถาบันการเงินระหว่างประเทศในระบบการเงินของประเทศถือได้ว่าเป็นส่วนหนึ่งของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนจากการเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งจะพัฒนาโครงสร้างตลาดทุน เนื่องจากสถาบันการเงินระหว่างประเทศจะมีองค์ความรู้และระบบการจัดการที่เป็นสากล ซึ่งจะช่วยผลักดันให้ระบบการเงินภายในประเทศนาระบบการจัดการที่เป็นสากล อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้ให้บริการในตลาดทุนที่เพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้มีการแข่งขันเพิ่มขึ้นตามมาด้วย ซึ่งจะส่งผลให้ผู้ให้บริการที่ไม่สามารถแข่งขันได้ต้องถูกบีบให้ออกจากตลาดไป

โอกาส (Opportunities)	ภัยคุกคาม (Threats)
จำนวนผู้ให้บริการทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจะเป็นการเพิ่มการแข่งขันให้สูงขึ้น ช่วยให้ผู้ใช้บริการทางการเงินทั้งผู้กู้และนักลงทุนสามารถใช้บริการในราคาที่ถูกลงกว่าในอดีต	
2. ด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงิน	2. ด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงิน
2.1 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่หลากหลายสามารถตอบสนองความต้องการนักลงทุนได้มากขึ้น และเพิ่มโอกาสทางธุรกิจ ผลจากเทคโนโลยีที่ดีขึ้น ทำให้รูปแบบการซื้อขายหลักทรัพย์มีความสะดวกและรวดเร็วขึ้น จะเห็นได้จากการซื้อขายผ่าน Internet นอกจากนี้ เทคโนโลยีและองค์ความรู้ที่กว้างไกลขึ้น ทำให้มีการพัฒนานวัตกรรมทางการเงิน ผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ และระบบบริหารความเสี่ยง (Risk Management) ที่ดีขึ้น รองรับกับความต้องการของนักลงทุน เช่น ความต้องการลงทุนในสินทรัพย์บางประเภท ความต้องการป้องกันความเสี่ยง รวมถึงความต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น ตลาดทุนระหว่างประเทศที่เปิดกว้าง และฐานนักลงทุนที่ใหญ่ขึ้น ทำให้มีอุปสงค์และอุปทานใหญ่เพียงพอที่จะสร้างเครื่องมือทางการเงินใหม่ และมีโอกาสที่จะจับคู่ของอุปสงค์และอุปทานเกิดขึ้นได้ง่ายขึ้นตามไปด้วย ซึ่งถือว่าเป็นการสร้างช่องการลงทุนใหม่ๆ เช่น ETF, Structure products, Derivatives เป็นต้น ให้เกิดขึ้นในตลาดทุนภายในประเทศ	2.1 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินมีความซับซ้อนมากขึ้น เครื่องมือทางการเงินที่ได้รับการพัฒนาขึ้นในปัจจุบันในบางครั้งจะมีความซับซ้อนจนทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องไม่สามารถเข้าใจถึงความเสี่ยงของเครื่องมืออย่างแท้จริง โดยเฉพาะในบริเวณที่ไม่มีกฎระเบียบรองรับ หรือควบคุมอย่างรอบคอบ อาจจะส่งผลให้มีการทุจริต สร้างปัญหาหลอกลวงและสร้างความเสียหายมากกว่าคาดถึงได้ ตัวอย่างเช่น วิกฤตการเงินปี 2008 ได้ชี้ให้เห็นแล้วว่าความล้าหน้าในการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุน ที่ทำให้มีนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ เกิดขึ้นอยู่เสมอ อาทิเช่น CDO CDS และ Derivatives ในรูปแบบต่างๆ ได้สร้างให้ตลาดเงินมีความซับซ้อนและมีความลึกมากขึ้น หรือเป็นประเภทของหลักทรัพย์ที่สามารถสร้าง Leverage เพื่อใช้ประโยชน์จากการเก็งกำไร โดยเฉพาะในกรณีที่กฎระเบียบข้อบังคับ ที่ใช้กำกับควบคุมดูแลสถาบันการเงินที่มีอยู่ไม่เหมาะสมที่จะรองรับนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ เหล่านี้ได้ จึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ ที่จะสร้างให้เกิดความเสียหายและให้เกิดวิกฤตการเงินตามมา
3. ด้านกำกับดูแล โครงสร้างตลาดทุน และอื่น ๆ	3. ด้านกำกับดูแล โครงสร้างตลาดทุนและอื่น ๆ
3.1 การเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุน โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนและความเสี่ยงจากความผันผวนและวิกฤตการเงิน ช่วยในการพัฒนาโครงสร้างของตลาดทุนภายในประเทศให้มีประสิทธิภาพสูงขึ้น โดยเร่งรัดการพัฒนาบุคลากร การปรับปรุง	3.1 ความผันผวนและช่องทางเกิดวิกฤตการเงินที่เพิ่มขึ้น ตลอดจนการกำกับดูแลหรือใช้นโยบายที่ผิดพลาดจะถูกกลโทยอย่างรุนแรงขึ้น โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนส่งผลให้มีการเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศมีระดับสูงมากขึ้น ส่งผลให้

โอกาส (Opportunities)	ภัยคุกคาม (Threats)
กฎระเบียบ การกำกับดูแล ประสานนโยบายทั้งในและระหว่างประเทศ การพัฒนาตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพผ่านกลไกตลาดที่มีความโปร่งใส และมีการแข่งขันกันอย่างเป็นธรรม การเปิดเสรีและการเชื่อมโยงตลาดทุนระหว่างประเทศจะช่วยเพิ่มผู้เล่นทั้งด้านอุปสงค์และอุปทาน ผ่านการแข่งขันที่สูงขึ้น ในระหว่างประเทศก็เป็นการบังคับให้ผู้เล่นต้องปฏิบัติตามกฎกติกาของตลาดทุนระหว่างประเทศ อาทิ การนำระบบบริหารความเสี่ยง (Risk Management) มาตรฐานบัญชีสากลมาใช้ (International Accounting Standard) ซึ่งจะทำให้เกิดระบบการจัดการที่ดี เกิดความโปร่งใสและมีธรรมาภิบาลของผู้เล่นในตลาดทุนมากขึ้น รวมถึงการเข้ามาของสถาบันการเงินระหว่างประเทศในตลาดทุนจะช่วยพัฒนาให้ตลาดทุนในประเทศมีความเป็นสากลมากขึ้น จะช่วยเติมภาพของตลาดทุนทั้งในระดับท้องถิ่นและระดับสากล ซึ่งท้ายที่สุดแล้ว ตลาดทุนที่มีความโปร่งใส มีการแข่งขันที่เป็นธรรม และมีประสิทธิภาพ นอกจากจะช่วยให้สร้างบรรยากาศธุรกิจที่น่าลงทุน และช่วยเพิ่มเสถียรภาพแก่ระบบเศรษฐกิจของประเทศ ความร่วมมือระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากกลไกในโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเกี่ยวข้องระดับภูมิภาคและระดับโลก ซึ่งเชื่อมโยงกันหลายประเทศ และผลกระทบที่ได้รับจะมากกว่าที่ประเทศใดประเทศหนึ่งจะจัดการได้ เพื่อให้การจัดการกับโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนมีประสิทธิภาพประเทศต่างๆ ได้ให้ความสำคัญกับการร่วมมือกันอย่างใกล้ชิดเพื่อจัดการกับโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนให้เกิดประโยชน์สูงสุด	ผลกระทบทางปัจจัยเศรษฐกิจต่าง ๆ (Economic shocks) ของต่างประเทศสามารถส่งผลถึงกันได้มากขึ้นผ่านตลาดการเงินที่เชื่อมโยงกัน กรณีเศรษฐกิจและระบบการเงินในแบบปิด (Closed economy) ปัจจัยที่จะกระทบก็จะมีเพียงปัจจัยและเหตุการณ์ภายในประเทศเท่านั้น แต่เมื่อตลาดทุนได้เข้าไปเชื่อมโยงกับระบบการเงินโลกแล้ว ก็จะต้องยอมรับผลที่จะเกิดขึ้นของกระแสเงินทุนโลก การเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในประเทศใดประเทศหนึ่งก็จะส่งผลกระทบไปยังประเทศอื่นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ทั้งนี้ การเชื่อมโยงทางการเงินจะเป็นตัวเร่งความผันผวนในตลาดทุนให้เพิ่มขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการที่มีการเก็งกำไร (Speculative Attack) อาจจะทำให้สูญวิกฤตการเงินได้ ซึ่งได้พบว่าความถี่ในการเกิดวิกฤตทางการเงินมีเพิ่มขึ้นอย่างมากในระยะหลัง ดังนั้นจึงหลีกเลี่ยงไม่ได้ว่าตลาดทุนไทยต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการเกิดวิกฤตการเงินที่เพิ่มขึ้นและง่ายขึ้นกว่าเดิม การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีการเคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็ว มีความผันผวนต่อเนื่อง และบ่อยครั้งที่มีการไหลออกอย่างเฉียบพลัน (reversal) ซึ่งสร้างปัญหาให้กับตลาดการเงิน รวมทั้งเศรษฐกิจโดยรวมได้ โดยเฉพาะกรณีที่ระบบเศรษฐกิจและระบบการเงินที่ยังต้องพึ่งพาเงินทุนต่างประเทศในระดับสูง

โอกาส (Opportunities)	ภัยคุกคาม (Threats)
3.2 เงินทุนเคลื่อนย้ายสนับสนุนการขับเคลื่อนของเศรษฐกิจและการค้า จากผลการศึกษาหลายชิ้นจะพบว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายจะส่งผลดีต่อการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ เนื่องจากจะเงินทุนเคลื่อนย้ายจะเป็นการเพิ่มทุนสะสมของประเทศ เพิ่มการลงทุน ซึ่งท้ายที่สุดจะนำมาสู่การเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตและเศรษฐกิจโดยรวม	3.2 ตลาดทุนชั้นนำภาคเศรษฐกิจ ปัญหาในตลาดทุนสร้างปัญหาเศรษฐกิจและการค้า การผลักดันให้มีการลงทุนระหว่างประเทศโดยเสรีมากขึ้น ตลอดจนความต้องการการลงทุนเพื่อหาผลประโยชน์ที่สูงขึ้น และการกระจายความเสี่ยง ส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนในระดับสูง และไม่ผูกติดกับการค้าและเศรษฐกิจ ในขณะเดียวกันกลับส่งเสริมให้เกิดการค้ามากขึ้น การเปลี่ยนแปลงดังกล่าว กลับเป็นไปในลักษณะ “การเงินนำ-เศรษฐกิจตาม” โดยการเคลื่อนย้ายทุนที่เกิดขึ้นเป็นการหาประโยชน์สูงสุดของการลงทุน หรือบริหารความเสี่ยง ไม่ยึดติดกับการค้าและเศรษฐกิจ

จุดแข็ง (Strengths)	จุดอ่อน (Weaknesses)
1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน/ผู้ระดมทุน และสถาบัน ตัวกลาง) 1.1 นักลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ปัจจุบันพบว่าจำนวนนักลงทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนในตลาดทุนไทยเพิ่มมากขึ้น สะท้อนจากมูลค่าการลงทุนสะสมที่เพิ่มขึ้นและมีขนาดใหญ่ โดยจำนวนนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องของตลาดโดยรวม 1.2 ราคาของตลาดหุ้นไทยต่ำกว่าภูมิภาค เนื่องจากราคาตราสารทางการเงิน/ราคาหุ้นของไทยต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบกับประเทศเพื่อนบ้านในภูมิภาค จึงเป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุนต่างประเทศในการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุน โดยเฉพาะผลตอบแทนรวมจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือนก.ค. 2009 สูงกว่าสิ้นปี 2000 ถึงร้อยละ 340 ซึ่งมากกว่าประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค เช่น เกาหลี สิงคโปร์ มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ ไต้หวัน และฮ่องกง เป็นต้น 1.3 นักลงทุนประเภทต่าง ๆ ลงทุนในตลาดทุนเพิ่ม มูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น แสดงให้เห็นถึงฐานนักลงทุนขยายตัวเพิ่มขึ้น	1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน/ผู้ระดมทุน และสถาบัน ตัวกลาง) 1.1 การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนในตลาดทุนไทยมีมูลค่าน้อยกว่ามูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในประเทศในภูมิภาค แม้ว่านักลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มลงทุนในตลาดทุนไทยเพิ่มขึ้น แต่เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดทุนในกลุ่มประเทศเอเชียแล้ว พบว่าสัดส่วนเงินทุนต่างชาติที่ไหลเข้าไทยต่อสัดส่วนเงินทุนทั้งหมดที่ไหลเข้าเอเชีย ยังมีสัดส่วนน้อยกว่าประเทศอื่น ซึ่งสะท้อนถึงความดึงดูดใจในการลงทุนยังคงน้อยกว่าประเทศอื่น 1.2 ราคาหลักทรัพย์ตลาดทุนไทยไม่ได้สะท้อนถึงราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง แม้ราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนยังอยู่ในระดับต่ำ อาจก่อให้เกิดแรงจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาแสวงหาผลตอบแทนได้ แต่การที่ราคาหลักทรัพย์ต่ำ ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานไม่เปลี่ยนแปลง อาจก่อให้เกิดการเก็งกำไรระยะสั้นของนักลงทุนต่างชาติได้ ทำให้ราคาหลักทรัพย์เกิดความผันผวนได้ง่ายขึ้น 1.3 จำนวนนักลงทุนที่ลงทุนจริงในตลาดโดยรวมยังต่ำ ธุรกรรมต่อนักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ สะท้อนได้จากจำนวนบัญชีการซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่มีจำนวนบัญชีซื้อขายที่มีธุรกรรมสม่ำเสมอหรือมีการซื้อขายจริงกลับมีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ นอกจากนี้ยังพบว่ามูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น นักลงทุนรายย่อยกลับมีแนวโน้มลดลง (ระหว่างปี 2003-2007)

จุดแข็ง (Strengths)	จุดอ่อน (Weaknesses)
	1.5 ความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดทุนของนักลงทุนต่อประชากรโดยรวมยังอยู่ในระดับต่ำ ประชาชนยังมีความรู้เกี่ยวกับการลงทุนในตลาดทุนอยู่ในระดับต่ำ และยังไม่เป็นที่แพร่หลายเท่าที่ควร แม้แต่ตัวนักลงทุน ก็พบว่าบางส่วนยังมีความรู้ด้านการลงทุนในตลาดทุนในระดับที่จำกัด ซึ่งนักลงทุนรายย่อยส่วนใหญ่ยังคงลงทุนโดยขาดการศึกษาข้อมูลอย่างแท้จริง ประกอบกับการเข้าถึงบริการและความสนใจของนักลงทุนค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบสัดส่วนนักลงทุนไทยต่อจำนวนประชากรทั้งหมดมีเพียงร้อยละ 1.1 เท่านั้น ขณะที่ฮ่องกงและสิงคโปร์มีสัดส่วนถึงร้อยละ 30 1.6 ตลาดทุนไทยมีอ่อนไหวต่อพฤติกรรมของนักลงทุนรายใหญ่ เนื่องจากสภาพคล่องและขนาดของตลาดทุนไทยยังมีจำกัด ส่งผลให้ในบางครั้ง จะมีความอ่อนไหวกับพฤติกรรมของนักลงทุนรายใหญ่ อาทิเช่น นักลงทุนต่างชาติ ซึ่งพฤติกรรมการซื้อขายและขนาดของเม็ดเงินที่เข้าตลาดที่มีขนาดใหญ่ ทำให้สามารถชี้นำตลาดได้
2. ด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงิน	2. ด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงิน
2.1 การพัฒนาแนวทางความร่วมมือในรูปแบบ cross listing ระหว่างตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย มุ่งเพิ่มศักยภาพให้บริษัทจดทะเบียนทั้งในด้านการระดมทุนและภาพลักษณ์ในตลาดต่างประเทศ ผู้ลงทุนในประเทศสามารถซื้อหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศด้วยต้นทุนที่ต่ำลง	2.1 การไหลบ่าของเงินทุนสู่ประเทศคู่ค้าอย่างไม่สมดุล ความร่วมมือในรูปแบบ cross listing อาจก่อให้เกิดการไหลบ่าของเงินทุนจากประเทศหนึ่งสู่อีกประเทศหนึ่ง ทำให้ตลาดของทั้งสองประเทศขาดสมดุลได้ เช่น ประเทศ A ลงทุนทั้งในประเทศและในประเทศ B ขณะที่ประเทศ B นำเงินที่เคยลงทุนในประเทศไปลงทุนในประเทศ A แทน ส่งผลให้เงินทุนไหลเข้าประเทศ A จำนวนมาก ขณะที่ประเทศ B สูญเสียเงินทุน ส่งผลกระทบต่อขนาดตลาดและราคาหุ้น

จุดแข็ง (Strengths)	จุดอ่อน (Weaknesses)
2.2 ความใกล้เคียงกันในด้านเศรษฐกิจและภูมิประเทศที่ใกล้เคียงของกลุ่มเอเชีย ทำให้ส่งผลต่อการขยายตัวของสถาบันตัวกลางที่ออกตราสารทางการเงินมากขึ้น และความร่วมมือกันระหว่างประเทศง่ายและสะดวก เพราะมีความเข้าใจถึงวัฒนธรรมและพื้นฐานเศรษฐกิจกันเป็นอย่างดี 2.3 การสนับสนุนให้ตลาดทุนไทยมีการเปิดเสรีมากขึ้น เช่น บริษัทในกลุ่ม ASEAN สามารถเข้ามาจดทะเบียนใน SET ได้ การลดข้อจำกัดด้านกฎระเบียบ การลดขั้นตอนต่าง ๆ และการลดต้นทุนในการทำธุรกรรมระหว่างประเทศ เป็นต้น 2.4 ตลาดทุนไทยไม่ซับซ้อน ประเภทตราสารทางการเงินของไทยมีน้อยช่วยให้ตลาดทุนไทยไม่เผชิญกับวิกฤติทางการเงิน เนื่องจากตราสารทางการเงินของไทยไม่หลากหลายและไม่ซับซ้อน	2.2 การพัฒนาสถาบันตัวกลางและเครื่องมือทางการเงินอยู่ในวงจำกัด เนื่องจากประเทศที่อยู่ในภูมิภาคเดียวกันมักมีเศรษฐกิจและความก้าวหน้าใกล้เคียงกัน ดังนั้นการพัฒนาเทคโนโลยี ตราสารทางการเงิน และการบริหารจัดการยังคงอยู่ในวงจำกัด ซึ่งทำให้การพัฒนาอาจเติบโตได้ไม่เท่าที่ควร 2.3 การเปิดเสรีมากขึ้นไปอาจทำให้ส่งผลเสียต่อตลาดทุนไทยและเศรษฐกิจได้หากเกิดวิกฤต การยอมรับพันธะการเปิดเสรีในระดับระหว่างประเทศ อาจทำให้การควบคุมดูแลด้อยลง นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทมากขึ้นในตลาดทุนไทย การซื้อขายด้วยมูลค่าสูงอาจกระทบต่อตลาดทุนได้ 2.4 ตราสารทางการเงินขาดความหลากหลาย ประเภทของตราสารทางการเงินในตลาดทุนไทยพบว่ายังขาดความหลากหลายและจำกัดอยู่ในวงจำกัด ทำให้ไม่สามารถตอบสนองความต้องการนักลงทุนได้อย่างพอเพียง รวมทั้งมีผลต่อการระดมทุนของทั้งภาครัฐและภาคเอกชน และเมื่อเปรียบเทียบกับภูมิภาคประเภทตราสารทางการเงินของไทยยังมีอยู่น้อย
3. ด้านกำกับดูแล โครงสร้างตลาดทุน และอื่น ๆ	3. ด้านกำกับดูแล โครงสร้างตลาดทุน และอื่น ๆ
3.1 โครงสร้างการกำกับดูแลตลาดทุนไทยไม่ซับซ้อน เนื่องจากตลาดทุนไทยมีขนาดเล็ก มีโครงสร้างไม่ซับซ้อน ทำให้การกำกับดูแลเป็นไปอย่างทั่วถึง อีกทั้งนักลงทุนเข้าใจระบบและโครงสร้างได้ง่าย ทำให้เข้าใจตลาดทุนไทยได้ดี	3.1 ตลาดทุนไทยมีขนาดเล็ก ตลาดทุนไทยพบว่ายังมีขนาดเล็กเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน ส่งผลถึงความสามารถในการดึงดูดนักลงทุนต่างชาติ และทำให้มีข้อจำกัดในการลงทุนมากขึ้น โดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดไทยจัดอยู่ในอันดับที่ 31 ของโลก เมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก ซึ่งมีขนาดเล็กกว่า NYSE Euronext (US) ถึง 71 เท่า เล็กกว่า

จุดแข็ง (Strengths)	จุดอ่อน (Weaknesses)
3.2 ภาครัฐมีแนวนโยบายสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนอย่างต่อเนื่อง ภาครัฐมีแนวนโยบายสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนมีการใช้นโยบายด้านภาษีในการดึงดูดนักลงทุนแก่สถาบันการเงินและนักลงทุน รวมถึงการเปิดเสรีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้ธุรกิจหลักทรัพย์มีการแข่งขันกันมากขึ้น ทำให้มีการพัฒนาปรับปรุงการให้บริการ และสร้างความหลากหลายให้ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ภาครัฐและเอกชนมุ่งพัฒนาและปรับปรุงกฎระเบียบและธุรกรรม ต่าง ๆ ให้อยู่ในระดับมาตรฐานสากลมากยิ่งขึ้นกฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้องของตลาดทุนไทยมีความก้าวหน้ามากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน 3.3 การเชื่อมโยงตลาดทุนภายในภูมิภาค ASEAN โดยสนับสนุนการทำความเข้าใจร่วมกันในกลุ่ม ASEAN เกี่ยวกับ กฎระเบียบ มาตรฐาน และวิธีปฏิบัติ และเชื่อมโยงระบบส่งมอบและชำระราคาสินค้าการซื้อขายตราสารหนี้ระหว่างภูมิภาคอาเซียน เพื่อเป็นจุดเริ่มต้นสำหรับการรวมตลาดเป็นตลาดเดียว 3.3 มีการสนับสนุนให้หน่วยงานทั้งภาคเอกชนและภาครัฐให้ความรู้ที่ถูกต้องเกี่ยวกับตลาดทุนแก่นักลงทุน การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนมีมากขึ้นกว่าในอดีต เช่น เอกสารเผยแพร่มีมากและละเอียดขึ้น การจัด Forum เกี่ยวกับการลงทุนต่าง ๆ บ่อยขึ้น ซึ่งเกิดจากหน่วยงานทุกภาคส่วนตระหนักและเล็งเห็นความสำคัญการพัฒนาตลาดทุนไทยมากขึ้น	HKEx 13 เท่า และน้อยกว่า SGX 3 เท่า 3.2 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนน้อย จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนน้อยกว่าเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในทวีปเอเชีย ในเดือนมิถุนายน 2009 ตลาดหุ้นไทยมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดเพียง 529 บริษัท ขณะที่เกาหลีมี 1,776 บริษัท ฮองกงมี 1,273 บริษัท มาเลเซียมี 959 บริษัท สิงคโปร์ 762 บริษัท และได้หวัน 733 บริษัท 3.3 การได้ประโยชน์จากนโยบายพัฒนาตลาดทุนไทยยังไม่ชัดเจน การผลักดันให้มีนโยบายเพื่อพัฒนาตลาดทุนไทยในด้านต่าง ๆ ไม่ได้ส่งผลให้ตลาดทุนไทยพัฒนาเท่าที่ควร 3.4 กลไกการเชื่อมโยงข้อมูลและระบบการซื้อขายระดับภูมิภาคยังถูกใช้งานได้ไม่เต็มประสิทธิภาพ ตลาดทุนไทยยังไม่มีเชื่อมโยงตลาดและข่าวสารในระดับระหว่างประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่ม ASEAN เท่าที่ควร 3.5 การเข้าถึงข้อมูลข่าวสารการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยยังมีจำกัด แม้ว่าเทคโนโลยีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารได้พัฒนาไปมาก โดยเฉพาะการพัฒนาเว็บไซต์ Internet แต่ยังมีกลุ่มนักลงทุนบางกลุ่ม โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยมีความสามารถที่จำกัดในการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้ทั่วถึงและมากเพียงพอ

4.2.3 ข้อเสนอแนะสำหรับตลาดทุนไทย

จากการวิเคราะห์แนวโน้มและความเสี่ยงที่สำคัญของกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน วิเคราะห์ความเชื่อมโยงกับประเทศไทย และทำการวิเคราะห์ SWOT จึงได้จัดทำข้อเสนอแนะเป็น 2 แนวทางคือ 1) การลดความเสี่ยงและรองรับผลกระทบทางลบ และ 2) การรุกสร้างประโยชน์ ดังนี้

แนวทางที่ 1. การลดความเสี่ยงและรองรับผลกระทบทางลบต่อตลาดทุนไทย

(1) **ประสานนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและตลาดทุนอย่างใกล้ชิด** จากการวิเคราะห์พบว่าผลกระทบจากการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในเหตุการณ์ปกติจะกระทบกับตลาดทุนอย่างจำกัด แต่ปัญหาสำคัญในตลาดทุนเกิดจากปัญหาเศรษฐกิจและการเมืองทั้งจากในและต่างประเทศ โดยเฉพาะการใช้นโยบายเศรษฐกิจที่ผิดพลาดจะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนอย่างรุนแรง

(2) **จัดทำแผนจัดการสถานการณ์ฉุกเฉินสำหรับตลาดทุน** และสอดคล้องกับแผนบริหารเศรษฐกิจภายใต้สถานการณ์ฉุกเฉิน ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ร่วมพัฒนา รวมทั้งติดตามการระงับภัยเศรษฐกิจตลาดทุนและเงินทุนต่างประเทศ ร่วมกับหน่วยงานเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ปัญหาที่สำคัญที่สุดของกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนคือวิกฤตการเงินและปัญหาเศรษฐกิจที่ส่งผ่านไปยังประเทศต่าง ๆ อย่างรวดเร็ว และกระทบตลาดทุนอย่างรุนแรง

(3) **พัฒนาแนวทางรองรับการลงทุนของกองทุนขนาดใหญ่** เนื่องจากนักลงทุนขนาดใหญ่สามารถชี้นำตลาดและจะเข้ามายังตลาดทุนไทยอีกมาก ในขณะที่การรองรับยังไม่มีแนวทางที่ชัดเจน จึงควรจัดทำแนวทางรองรับที่เหมาะสม ทั้งนี้ แนวทางที่นำมาใช้ควรเป็นรูปแบบที่เอื้อกับระบบตลาด (Market Friendly Approach) เช่น การจัดทำฐานข้อมูลและการแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างหน่วยงานกำกับดูแล การแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างหน่วยงานกำกับกับนักลงทุนรายใหญ่และสถาบันตัวกลาง และการจำกัดปริมาณสินเชื่อสำหรับกองทุนที่มีหนี้สินสูง เป็นต้น

(4) **สนับสนุนการเพิ่มผลิตภัณ์ทางการเงินอย่างมีลำดับขั้นตอน** ทั้งนี้ ผลิตภัณ์ทางการเงินบางประเภทมีความซับซ้อนสูง หากผู้ที่เกี่ยวข้องมีความรู้ความเข้าใจไม่เพียงพอ มีความไม่สุจริต ระบบกำกับดูแลไม่เหมาะสม อาจจะก่อให้เกิดความเสียหายในวงกว้างได้

แนวทางที่ 2. การรุกสร้างประโยชน์

(1) **เพิ่มการส่งเสริมนักลงทุนต่างชาติรายย่อยในภูมิภาคเอเชีย** โดยอำนวยความสะดวกประชาสัมพันธ์ให้ลงทุนในตลาดทุนไทยมากขึ้น เนื่องจากเงินทุนต่างประเทศของภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน จากการประเมินเห็นว่า การพึ่งพานักลงทุนต่างชาติสถาบัน อาทิ Hedge Fund ที่สามารถชี้นำตลาดทุนและส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดทุนไทยได้ เนื่องจากเม็ดเงินลงทุนขนาดใหญ่และการลงทุนมีลักษณะซื้อขายอย่างรวดเร็ว นักลงทุนรายย่อยเป็นกลุ่มต่างชาติมีศักยภาพ (มีชาวต่างชาติจำนวนมากอยู่ในประเทศไทย) จากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่การทำธุรกรรม

แลกเปลี่ยนข้อมูล ผ่านอิเล็กทรอนิกส์ที่ง่ายขึ้น ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่ลดลง และความต้องการกระจายความเสี่ยงและหาโอกาสในต่างประเทศโดยตรงที่สูงขึ้น

(2) **เร่งเพิ่มความร่วมมือกับประเทศในภูมิภาค เพื่อสร้างโอกาสสำหรับตลาดทุน** อาทิ การร่วมทำ road show การจัดตั้ง ASEAN Common Exchange Gateway (ACE) ซึ่งเป็นการเชื่อมโยงทางอิเล็กทรอนิกส์ โดย broker ในกลุ่ม ASEAN แต่ละประเทศสามารถเข้าถึงข้อมูลได้โดยตรง การจัดตั้ง ASEAN Clearing houses เพื่อเป็นศูนย์กลางสำหรับคู่ค้าระหว่างประเทศในภูมิภาค และพัฒนา ASEAN Mutual Recognition Guidelines เพื่อเป็นพื้นฐานในการอำนวยความสะดวกแก่ธุรกรรมระหว่างประเทศในภูมิภาค กำหนดมาตรฐานขั้นต่ำในการเปิดเผยข้อมูลสำหรับ Central Trading Reporting System (CTRS) เพื่อที่จะพัฒนาความโปร่งใสหลังการซื้อขาย เป็นต้น

(3) **เพิ่มการประชาสัมพันธ์ตลาดทุนไทยในต่างประเทศ** เนื่องจากตลาดทุนไทยมีจุดแข็งหลายจุด เช่น ราคาของหุ้นไทยต่ำกว่าภูมิภาค และตลาดทุนมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องทำให้ธุรกิจหลักทรัพย์มีการแข่งขันกันมากขึ้น มีปรับปรุงการให้บริการ และมีผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้เลือกเพิ่มขึ้น รวมถึงการเป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจของภูมิภาค

(4) **ส่งเสริมให้ประเทศไทยเป็นฐานการดำเนินการบริหารการลงทุนในต่างประเทศ ของ Hedge funds หรือกองทุนขนาดใหญ่** และเตรียมการเป็นฐานการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์กับประเทศในภูมิภาค อย่างมีลำดับขั้นตอน เพื่อเตรียมบุคลากรของไทย สร้างองค์ความรู้ ให้ประเทศไทยมีความพร้อมต่อนักลงทุนขนาดใหญ่ ยกกระดับประเทศไทยขึ้นในวงการตลาดทุนโลก และเป็นการเตรียมตัวสำหรับประเทศไทยที่จะสร้างประโยชน์จากการย้ายศูนย์กลางทางการเงินมาในแถบภูมิภาคเอเชีย

(5) **เพิ่มบทบาทของสถาบันตัวกลางให้สามารถขยายการให้บริการและการสร้างโอกาสจากการให้บริการในต่างประเทศมากขึ้น** เช่น การให้ Universal License สถาบันตัวกลางที่มีความพร้อม เพื่อให้บริการแก่นักลงทุนที่หลากหลาย ตามกระแสความสำคัญของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน รวมถึงการพิจารณาแนวทางในการคุ้มครองสถาบันตัวกลางของไทยที่ออกไปให้บริการในต่างประเทศ ทั้งนี้การเปิดเสรีทางการเงินได้สร้างการแข่งขันที่รุนแรง ส่งผลให้สถาบันตัวกลางของไทยมีแนวโน้มรายได้ลดลงจากธุรกรรมลักษณะเดิม อาทิ ค่าธรรมเนียมจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ภาครัฐจึงควรช่วยสร้างโอกาสให้สถาบันตัวกลางไทย สามารถแข่งขันได้ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่โอกาสจากเงินทุนต่างประเทศและการลงทุนในต่างประเทศของไทยมีสูง และมีความหลากหลาย การออกนโยบายต่าง ๆ ต้องมีการร่วมหารือกับสถาบันตัวกลางไทยและพิจารณาสนับสนุนการสร้างรายได้ของสถาบันตัวกลางไทย

(6) **เพิ่มความรู้ความเข้าใจการลงทุนในต่างประเทศ** ตลอดจนส่งเสริมและคุ้มครองการลงทุนในต่างประเทศของนักลงทุนไทย เนื่องจากจะช่วยให้แสวงหาประโยชน์จากการเติบโตทางเศรษฐกิจในภูมิภาค รวมถึงเป็นการเพิ่มความสามารถในการกระจายความเสี่ยง (Diversification)

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

(Conclusions and Recommendations)

การศึกษานี้ได้ทำการ 1) วิเคราะห์แนวโน้มและความเสี่ยงที่สำคัญของกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน 2) ทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตลาดทุนไทยและตลาดทุนโลก 3) พัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อใช้ประเมินผลกระทบของเงินทุนโลกต่อเศรษฐกิจและตลาดทุนไทย 4) วิเคราะห์โอกาสและความเสี่ยงที่สำคัญต่อตลาดทุนไทยจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน และ 5) จัดทำข้อเสนอแนะสำหรับรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน สรุปได้ดังนี้

5.1 ความเสี่ยงที่สำคัญจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน

5.1.1 ความเสี่ยงจากความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน

(Volatility, Reversal and Crisis Risks) จากการวิเคราะห์พบว่าความเสี่ยงและปัญหาที่สำคัญที่สุดของการเคลื่อนย้ายเงินทุนคือ ความผันผวน การไหลกลับอย่างเฉียบพลัน และการเกิดวิกฤตการเงิน จากการเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างประเทศมีระดับสูงมากขึ้น ส่งผลให้ผลกระทบทางปัจจัยเศรษฐกิจต่าง ๆ (Economic shocks) ของต่างประเทศสามารถส่งผลถึงกันได้มากขึ้นผ่านตลาดการเงิน ก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงินและเพิ่มโอกาสในการเกิดวิกฤตการเงินสูงขึ้น การเคลื่อนย้ายเงินทุนมีการเคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็ว มีความผันผวนต่อเนื่อง และบ่อยครั้งที่มีการไหลออกอย่างเฉียบพลัน (Reversal) ซึ่งสร้างปัญหาให้กับตลาดการเงิน รวมทั้งเศรษฐกิจโดยรวมได้ โดยในกรณีที่รุนแรงก็เป็นสาเหตุของการเกิดวิกฤตการเงินได้โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนาที่ตลาดการเงินยังมีระดับการพัฒนาต่ำกว่า และพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศสูง

5.1.2 ความเสี่ยงจากสภาพคล่องท่วมท้น (Excessive Liquidity Risks) ความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์ที่สำคัญคือความเสี่ยงจากสภาพคล่องหรือปริมาณเงินทุนโลกที่ท่วมท้น มีสาเหตุจากทรัพย์สินทางการเงินโลกและการเคลื่อนย้ายเงินทุนเติบโตอย่างมาก และท่วมท้นโลก ได้สร้างความเสี่ยงต่อระบบเศรษฐกิจการเงินโลกอย่างไม่เคยมีมาก่อน ในปี 2007 อัตราขยายตัวของสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นร้อยละ 18 ในขณะที่มีอัตราการขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 9.0¹ ในช่วงปี 1990 – 2006 ซึ่งก็เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ทางการเงินประเภทต่างๆ ทั้งตราสารทุน (Equities) ตราสารหนี้ (Fixed income securities) รวมถึงเงินฝาก (Deposits) ส่งผลให้ทรัพย์สินโลกต่อ Global GDP คิดเป็นร้อยละ 356 ในปี 2007 จากร้อยละ 120 ในปี 1980

1. Compound Annual Growth Rate

ส่วนการเคลื่อนย้ายเงินทุน มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 19.1 ในปี 2007 ในขณะที่มีอัตราการขยายตัวร้อยละ 14.6 ในช่วงปี 1990-2006 และ ส่งผลให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนต่อ Global GDP คิดเป็นร้อยละ 20.5 ในปี 2007 จากร้อยละ 3.7 ในปี 1980 ซึ่งปัญหาเงินทุนท่วมท้นนี้ส่งผลให้เกิดปัญหาสำคัญในประเทศต่าง ๆ คือ 1) ปัญหาฟองสบู่ในสินเชื่อ การลงทุน และราคาสินทรัพย์ (Credit, Investment and Asset Price Bubbles) 2) ปัญหาของอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Problems) และ 3) ปัญหาในงบดุล (Balance sheet Problems) ของภาคธุรกิจ

5.1.3 ความเสี่ยงจากเครื่องมือทางการเงิน (Financial Instrument Risks) ความเสี่ยงจากตราสารทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นใหม่ ตามกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่ทำให้เทคโนโลยีทางการเงิน มีการใช้อย่างแพร่หลาย ไปทั่วโลกอย่างรวดเร็ว สร้างประโยชน์ให้ระบบการเงินอย่างมาก ในขณะเดียวกันก็สร้างปัญหาอย่างมากเช่นเดียวกัน หากไม่มีความรู้ มีการทุจริต หรือกำกับดูแลอย่างไม่เหมาะสม ตราสารการเงินนี้มีส่วนสำคัญในการสร้างความเสี่ยงและส่งผลให้เกิดวิกฤต sub-prime ที่กลายเป็นวิกฤตการเงินโลกในที่สุด

5.1.4 ความเสี่ยงจากนักลงทุนขนาดใหญ่ (Large Scale Investor Risks) แนวโน้มที่สำคัญในตลาดทุนโลก คือ การเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วของนักลงทุนสถาบัน เช่น Hedge funds, Sovereign wealth funds, Pension funds และ Mutual funds จากการที่มีขนาดใหญ่ขึ้น รวมถึงความสามารถในการกู้ยืมเงิน (Leverage) ได้ส่งผลให้นักลงทุนดังกล่าวมีความสำคัญและเพิ่มบทบาทการเป็นผู้ชี้ทิศทางของเงินทุน แม้ว่าการลงทุนของกลุ่มนักลงทุนสถาบันจะเป็นตัวสร้างให้เกิดนวัตกรรมทางการเงินและวิธีลงทุนใหม่ เพิ่มอุปทานการลงทุนในตลาดการเงิน และขยายฐานนักลงทุน ตลอดจนเข้าไปลงทุนในภูมิภาคต่างๆ ได้สะดวกกว่า แต่เนื่องจากความที่กองทุนมีขนาดใหญ่และใช้การบริหารความเสี่ยง พบว่าการลงทุนของนักลงทุนในกลุ่มดังกล่าวเคลื่อนย้ายจากตลาดหนึ่งไปสู่อีกตลาดหนึ่งอย่างรวดเร็วในปริมาณที่สูง เมื่อเห็นปัญหาหรือโอกาสที่ดีกว่า ซึ่งสร้างให้เกิดความเสี่ยงต่อตลาดเงินตลาดทุนได้ โดยเฉพาะในประเทศที่มีขนาดตลาดเงินตลาดทุนที่เล็ก อย่างเช่น ตลาดเกิดใหม่

กลุ่มนักลงทุนที่ประเมินว่ามีความเสี่ยงกว่ากลุ่มนักลงทุนอื่น คือ Hedge funds ถึงแม้ว่า Hedge funds จะมีขนาดเพียงร้อยละ 5 ของทรัพย์สินภายใต้การบริหารของกองทุนต่างๆ ทั่วโลก อย่างไรก็ตาม Hedge funds มีพฤติกรรมการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างรวดเร็วและในปริมาณที่สูง มีการประมาณว่ามีการซื้อขายที่ระหว่างร้อยละ 30 – 50 ของปริมาณการซื้อขายต่อวัน (Daily turnover) ของ New York Stock Exchange (NYSE) และ London Stock Exchange (LSE) การลงทุนของ Hedge funds ขนาดใหญ่สามารถส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงินได้ โดยแนวโน้มการลงทุนของ Hedge funds ในภูมิภาคต่าง ๆ ของโลกซึ่งขยายตัวอย่างรวดเร็วและมีลักษณะเป็นการลงทุนระยะสั้น และสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างตลาดได้อย่างรวดเร็วในปริมาณสูงเมื่อเห็นปัญหาหรือโอกาสที่ดีกว่า จะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อความมั่นคงของระบบการเงินได้ โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีขนาดเล็กและมีสภาพคล่องต่ำ

5.1.5 ความเสี่ยงทางภูมิเศรษฐกิจ (Geo-economic Risks) ความเสี่ยงจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนเกิดขึ้นทั่วโลกแต่ เมื่อพิจารณาในมิติของภูมิเศรษฐกิจแล้ว พบว่าแหล่งที่มาของความเสี่ยงมีไม่เท่ากัน จากการวิเคราะห์ของ IMF (2009) ชี้ว่าความเสี่ยงกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่เพิ่มขึ้นร้อยละ 50 (เทียบตุลาคม 2008 กับเมษายน 2009) และเป็นการปรับเพิ่มระดับความเสี่ยงมากที่สุดเมื่อเทียบกับแหล่งความเสี่ยงอื่นต่อเสถียรภาพการเงินโลก (Risks to Global Financial Stability) และเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มเงินทุนโลกพบว่ากลุ่มประเทศเอเชียตะวันออก ทวีความสำคัญในการส่งออกเงินทุน และทวีความสำคัญในฐานะกลุ่มประเทศที่ชี้นำทิศทางการเคลื่อนย้ายเงินทุน จากสถิติกลุ่มประเทศนี้เป็นผู้ส่งออกเงินทุนสุทธิสูงที่สุดในโลกในปี 2007 จำนวน 539 พันล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 38.8 ของการส่งออกเงินทุนสุทธิของโลก จากบทบาทที่มีความสำคัญมากของกลุ่มเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียตะวันออก ดังนั้น หากเกิดการเปลี่ยนแปลงหรือปัญหาทางการเงินหรือเศรษฐกิจขึ้นในประเทศดังกล่าว ก็อาจส่งผลกระทบต่อไหลเข้าออกของเงินทุนโลกได้ โดยเฉพาะประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคดังกล่าวอยู่ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging markets) ซึ่งมีความเปราะบางในโครงสร้างตลาดการเงิน ความไม่สมดุลของเศรษฐกิจ จึงมีโอกาสเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจ สามารถสร้างความผันผวนต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนโลกได้

5.2 ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนไทยและตลาดทุนโลก

5.2.1 ตลาดทุนไทยมีขนาดเล็ก เมื่อพิจารณาดัชนีหลักทรัพ์ไทยและดัชนีหลักทรัพ์ของโลก ในระหว่างปี 1991-2008 จะเห็นได้ว่าตลอดระยะเวลา 17 ปีที่ผ่านมา ดัชนีหลักทรัพ์ไทยหดตัวลง ขณะที่ดัชนีหลักทรัพ์ในตลาดทุนต่างประเทศอื่น ๆ มีการปรับตัวสูงขึ้น กล่าวคือ ดัชนีหลักทรัพ์ไทย (SET) ณ สิ้นปี 2008 มีสัดส่วนที่ 0.68 ของดัชนีเมื่อปี 1991 ขณะที่ดัชนีหลักทรัพ์ของต่างประเทศส่วนใหญ่มีการปรับตัวสูงกว่าในปี 1991 มาก เช่น ในปี 2008 ดัชนีหลักทรัพ์ Hang Seng (HSI) ของฮ่องกง ปรับตัวสูงขึ้นจากปี 1991 กว่า 4.4 เท่า ดัชนี JKSE ของอินโดนีเซีย เพิ่มขึ้น 3.5 เท่า ดัชนี DJIA เพิ่มขึ้น 3.2 เท่า ดัชนี FTSE ของอังกฤษ เพิ่มขึ้น 2.0 เท่า ดัชนี KS11 ของเกาหลีและดัชนี STI ของสิงคโปร์ เพิ่มขึ้น 1.76 เท่า มีเพียงดัชนี NIX ของญี่ปุ่นที่ปรับตัวลงเหลือ 0.38 เท่า

5.2.2 ตลาดทุนไทยมีขนาดเล็ก ผลกระทบที่ไม่หลากหลายและมีบทบาทน้อยในตลาดทุนโลก โดย market capitalization ของ SET มีขนาดเพียง 103.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ ขณะที่มาเลเซียมีขนาดถึง 189.1 พันล้านเหรียญสหรัฐ ทั้งที่ประเทศไทยมีขนาดเศรษฐกิจใหญ่กว่าของประเทศมาเลเซีย และเมื่อพิจารณาบทบาทของตลาดทุนไทยเทียบกับตลาดทุนอื่น โดยใช้ MSCI Far East Ex Japan Index พบว่าน้ำหนักของ SET ในดัชนีหลักทรัพ์ระหว่างประเทศมีสัดส่วนร้อยละ 2.4 (น้ำหนักของ GDP ของไทยอยู่ที่ 3.7) ขณะที่เกาหลีใต้ ได้หวัน และฮ่องกงมีสัดส่วนร้อยละ 23.4 18.9 และ 14.7 ตามลำดับ

สำหรับผลิตภัณฑ์นั้นประเทศไทยยังขาด Currency Futures, Currency Options, Interest Rate Futures และ Interest rate Options ในขณะที่ประเทศที่มีระดับการพัฒนาใกล้เคียงมีผลิตภัณฑ์ดังกล่าว

5.2.3 ตลาดทุนไทยมีความสัมพันธ์กับตลาดทุนต่างประเทศมากขึ้น จากสถิติ พบว่าการเชื่อมโยงของตลาดทุนไทยกับตลาดทุนต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะหลังช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 1997 เป็นต้นมา ในระหว่างปี 2000-2008 ความสัมพันธ์ของตลาดทุนไทยและตลาดทุนต่างประเทศมีความสัมพันธ์มากขึ้นและเป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างเห็นได้ชัด โดยค่าสหสัมพันธ์เฉลี่ยคือ 0.537 ของช่วงหลังวิกฤต (2000- 2008) สูงขึ้นมากจากค่าเฉลี่ย 0.296 ของช่วงก่อนวิกฤต (1991 – 1996)

5.2.4 นักลงทุนต่างชาติช่วยสร้างเสถียรภาพตลาดทุนไทย จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างการซื้อขายสะสมของนักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนรายย่อย และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ พบว่า นักลงทุนต่างชาติช่วยรักษาเสถียรภาพตลาดทุนไทยมาก โดยมีการลงทุนในลักษณะ Counter-cyclical ในช่วงตลาดซบเซา ปี 1995-1996 และ 1997 – 1999 หมายถึงซื้อในขณะตลาดเป็นขาลง และลงทุนในลักษณะ Pro-cyclical ในช่วงปี 2000 – 2007 ที่ตลาดเริ่มมีการฟื้นตัว หรือซื้อในขณะที่ตลาดเป็นขาขึ้น สำหรับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อยมีการลงทุนในลักษณะตรงข้ามคือ ขายในช่วงตลาดซบเซา ปี 1995 – 1999 และ ยังขายต่อในช่วงตลาดขาขึ้น ในช่วงปี 2000 – 2007 นอกจากนี้ นักลงทุนต่างชาติช่วยสร้างเสถียรภาพรายได้ให้ตลาดทุนไทย โดยปริมาณการซื้อขายไม่ผันผวนระหว่างปีต่าง ๆนัก เมื่อเทียบกับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนรายย่อย จึงเป็นแหล่งที่มาของเงินรายได้สำหรับตลาดทุนไทยที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพ

5.3 การประเมินผลกระทบของเงินทุนโลกต่อเศรษฐกิจและตลาดทุนไทย

จากการพัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคเคลื่อนย้ายเงินทุน เพื่อศึกษาผลกระทบของเงินทุนเคลื่อนย้าย ต่อระบบเศรษฐกิจ และตลาดทุน² โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2539 -ไตรมาสที่ 4 ปี 2551 พบว่า การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ ส่งผลให้ Real GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.4 โดยส่งผลให้ Real Private Investment และ Real Private Consumption ขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.2 และ 0.8 ตามลำดับ โดยพบว่าเงินทุนประเภทต่าง ๆ ส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจใกล้เคียงกัน

² ปรับปรุงจาก เวทวงศ์ พงษ์ทรัพย์ พงศ์นคร โกษากรณ์ สุทธิ เหลืองอร่ามกุล นงนุช ดัยดิสันติวงศ์ (2549) “โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

ตารางที่ 5.1 สรุปผลกระทบของเงินทุนโลกต่อเศรษฐกิจไทย³

	Real GDP %change	Real Private Investment %change	Real Private Consumption %change
การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐ Foreign Capital Inflows	0.4	3.2	0.8

หมายเหตุ ประมาณการ โดยแบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน

สำหรับการประเมิน ผลกระทบ ของ DJIA Global Dow และการซื้อสุทธิของต่างชาติ ต่อ SET ได้พัฒนาแบบจำลองเศรษฐกิจ แบบ single equation ใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่ปี มกราคม 2000 - ธันวาคม 2008 โดยมี 2 แบบจำลองคือ $SET = f(DJIA, \text{การซื้อสะสมของต่างชาติ})$ และ $SET = f(\text{Global Dow}, \text{การซื้อสะสมของต่างชาติ})$ พบว่า 1. การเพิ่มขึ้น 100 จุด (หรือ 1%) ของ DJIA ส่งผลให้ SET + 5.5 จุด (ร้อยละ 0.8) 2. การเพิ่มขึ้น 20 จุด (หรือ 1%) ของ Global Dow ส่งผลให้ SET + 6.3 จุด (ร้อยละ 0.9) และ 3. การซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ พันล้านบาท ส่งผลให้ SET + 2.3 (ร้อยละ 0.3)

ตารางที่ 5.2 สรุปผลกระทบของตลาดทุนโลกและนักลงทุนต่างชาติต่อตลาดทุนไทย

	SET เปลี่ยนแปลง (จุด)
1. การเพิ่มขึ้น 100 จุด (หรือ 1%) ของ DJIA	+ 5.5 (ร้อยละ 0.8)
2. การเพิ่มขึ้น 20 จุด (หรือ 1%) ของ Global Dow	+ 6.3 (ร้อยละ 0.9)
3. การซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ พันล้านบาท	+ 2.3 (ร้อยละ 0.3)

หมายเหตุ DJIA Global Dow และการซื้อสุทธิของต่างชาติ ประมาณการ โดยใช้ single equation

³ เนื่องจาก Capital flows แต่ละประเภท คือ Foreign Direct Investment , Equity Investment และ Foreign Loans ให้ผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ จึงรายงานเป็นค่ากลาง และเพื่อความสะดวกในการเปรียบเทียบจึงแปลงผลที่ได้จากแบบจำลองเป็นหน่วยพันล้านเหรียญสหรัฐของเงินทุน และ % change ของเศรษฐกิจสำหรับการใช้แบบจำลองเศรษฐกิจการคลัง 2549 พบว่าผลกระทบของเงินทุนต่ำกว่ามาก คือ การเพิ่มขึ้น 3 พันล้านเหรียญสหรัฐของ Foreign Capital Inflows กระทบ RGDP 0.15 อย่างไรก็ตามแบบจำลอง 2549 ไม่ได้ถูกออกแบบให้ประเมินผลกระทบของ capital flows

5.4 โอกาสและความเสี่ยงต่อตลาดทุนไทยที่สำคัญ

โอกาสและความเสี่ยงต่อตลาดทุนไทยจากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุนที่สำคัญสรุปได้ดังนี้

	โอกาส	ความเสี่ยง/ภัยคุกคาม
1. ด้านผู้เล่น (นักลงทุน/ผู้ระดมทุน และสถาบันตัวกลาง)	1.1 ภูมิภาคเอเชียมีเงินทุนมากและมีบทบาทสำคัญในตลาดทุนโลก 1.2 การเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายและต้นทุนที่ต่ำลงของไทย 1.3 ฐานนักลงทุนต่างชาติที่กว้างและลึกขึ้น 1.4 การเพิ่มช่องทางการลงทุนในต่างประเทศและฐานการลงทุนที่กว้างขึ้นของไทย 1.5 การเข้าถึงบริการทางการเงินในต้นทุนที่ถูกลงของนักลงทุนไทย และโอกาสทางธุรกิจโดยเฉพาะสถาบันตัวกลางไทย	1.1 ความผันผวนของเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียและการพึ่งพามากเกินไป 1.2 สภาพคล่องท่วมท้นระบบเศรษฐกิจโลก เพิ่มปัญหาฟองสบู่ ปัญหาอัตราแลกเปลี่ยนและปัญหาภาคธุรกิจ 1.3 นักลงทุนขนาดใหญ่ขึ้นและกำหนดทิศทางตลาด 1.4 การเพิ่มความเสี่ยงของนักลงทุนไทยที่ลงทุนในต่างประเทศ 1.5 การแข่งขันการให้บริการในภาคการเงินที่รุนแรง
2. ด้านผลิตภัณฑ์ใหม่	2.1 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่หลากหลายสามารถตอบสนองความต้องการนักลงทุนได้มากขึ้น และโอกาสทางธุรกิจ	2.1 ผลิตภัณฑ์ทางการเงินมีความซับซ้อนมากขึ้น ผู้เกี่ยวข้องไม่มีความรู้ ปัญหาการทุจริต ปัญหาการกำกับดูแล และปัญหาการเงินกระทบในวงกว้างมากขึ้น
3. ด้านการกำกับดูแลโครงสร้างตลาดทุน ตลาดทุน และอื่น ๆ	3.1 การเพิ่มประสิทธิภาพตลาดทุน โดยเร่งรัดการพัฒนาบุคลากร การปรับปรุงกฎระเบียบการกำกับดูแล การใช้นโยบายที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนการประสานงานที่ดีขึ้นของหน่วยงานกำกับทั้งในและระหว่างประเทศ 3.2 เงินทุนเคลื่อนย้ายสนับสนุนการขับเคลื่อนของเศรษฐกิจและการค้า	3.1. ความผันผวนและช่องทางเกิดวิกฤตการเงินที่เพิ่มขึ้น ตลอดจนการกำกับดูแลหรือใช้นโยบายผิดพลาดจะถูกกลืนไทยจากตลาดอย่างรุนแรง 3.2 ตลาดทุนขึ้นภาคเศรษฐกิจ ปัญหาในตลาดทุนสร้างปัญหาเศรษฐกิจและการค้า

5.5 ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะแบ่งเป็น 2 แนวทางคือ 1) การลดความเสี่ยงและรองรับผลกระทบทางลบ และ 2) การรุกรสร้างประโยชน์ ดังนี้

แนวทางที่ 1. การลดความเสี่ยงและรองรับผลกระทบทางลบต่อตลาดทุนไทย

1) **ประสานนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและตลาดทุนอย่างใกล้ชิด** จากการวิเคราะห์พบว่าผลกระทบจากการซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติในเหตุการณ์ปกติจะกระทบกับตลาดทุนอย่างจำกัด แต่ปัญหาสำคัญในตลาดทุนเกิดจากปัญหาเศรษฐกิจและการเมืองทั้งจากในและต่างประเทศ โดยเฉพาะการใช้นโยบายเศรษฐกิจที่ผิดพลาดจะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนอย่างรุนแรง

2) **จัดทำแผนจัดการสถานการณ์ฉุกเฉินสำหรับตลาดทุน** ให้สอดคล้องกับแผนบริหารเศรษฐกิจภายใต้สถานการณ์ฉุกเฉิน รวมทั้งติดตามการระงับภัยเศรษฐกิจ ตลาดทุนและเงินทุนต่างประเทศ ร่วมกับหน่วยงานเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ปัญหาที่สำคัญที่สุดของกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน คือ วิกฤตการเงินและปัญหาเศรษฐกิจที่ส่งผ่านไปยังประเทศต่าง ๆ อย่างรวดเร็ว และกระทบตลาดทุนอย่างรุนแรง

3) **พัฒนาแนวทางรองรับการลงทุนของกองทุนขนาดใหญ่** เนื่องจากนักลงทุนขนาดใหญ่สามารถชี้นำตลาดและจะเข้ามายังตลาดทุนไทยอีกมาก ในขณะที่การรองรับยังไม่มีแนวทางที่ชัดเจน จึงควรจัดทำแนวทางรองรับที่เหมาะสม ทั้งนี้ แนวทางที่นำมาใช้ควรเป็นรูปแบบที่เอื้อกับระบบตลาด (Market Friendly Approach) เช่น การจัดทำฐานข้อมูลและการแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างหน่วยงานกำกับดูแล การแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างหน่วยงานกำกับกับนักลงทุนรายใหญ่และสถาบันตัวกลาง และการจำกัดปริมาณสินเชื่อสำหรับกองทุนที่มีหนี้สินสูง เป็นต้น

4) **สนับสนุนการเพิ่มผลิตภัณ์ทางการเงินอย่างมีลำดับขั้นตอน** ทั้งนี้ ผลิตภัณ์ทางการเงินบางประเภทมีความซับซ้อนสูง หากผู้ที่เกี่ยวข้องมีความรู้ความเข้าใจไม่เพียงพอ มีความไม่สุจริตระบบกำกับดูแลไม่เหมาะสม อาจจะทำให้เกิดความเสียหายในวงกว้างได้

แนวทางที่ 2. การรุกรสร้างประโยชน์

1) **เพิ่มการส่งเสริมนักลงทุนต่างชาติรายย่อยในภูมิภาคเอเชีย** โดยอำนวยความสะดวกประชาสัมพันธ์ให้ลงทุนในตลาดทุนไทยมากขึ้น เนื่องจากเงินทุนต่างประเทศของภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน จากการประเมินเห็นว่าการพึ่งพานักลงทุนต่างชาติสถาบัน อาทิ Hedge funds ที่สามารถชี้นำตลาดทุนและส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดทุนไทยได้ เนื่องจากเม็ดเงินลงทุนขนาดใหญ่และการลงทุนมีลักษณะซื้อขายอย่างรวดเร็ว นักลงทุนรายย่อยเป็นกลุ่มต่างชาติมีศักยภาพ (มีชาวต่างชาติจำนวนมากอยู่ในประเทศไทย) จากกระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่การทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนข้อมูลผ่านอิเล็กทรอนิกส์ที่ง่ายขึ้น ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่ลดลง และความต้องการกระจายความเสี่ยงและหาโอกาสในต่างประเทศโดยตรงที่สูงขึ้น

2) **เร่งเพิ่มความร่วมมือกับประเทศในภูมิภาค เพื่อสร้างโอกาสสำหรับตลาดทุน** อาทิ การร่วมทำ road show การจัดตั้ง ASEAN Common Exchange Gateway (ACE) ซึ่งเป็นการเชื่อมโยงทางอิเล็กทรอนิกส์ โดย broker ในกลุ่ม ASEAN แต่ละประเทศสามารถเข้าถึงข้อมูลได้โดยตรง การจัดตั้ง ASEAN Clearing houses เพื่อเป็นศูนย์กลางสำหรับคู่ค้าระหว่างประเทศในภูมิภาค และพัฒนา ASEAN Mutual Recognition Guidelines เพื่อเป็นพื้นฐานในการอำนวยความสะดวกแก่ธุรกรรมระหว่างประเทศในภูมิภาค กำหนดมาตรฐานขั้นต่ำในการเปิดเผยข้อมูลสำหรับ Central Trading Reporting System (CTRS) เพื่อที่จะพัฒนาความโปร่งใสหลังการซื้อขาย เป็นต้น

3) **เพิ่มการประชาสัมพันธ์ตลาดทุนไทยในต่างประเทศ** เนื่องจากตลาดทุนไทยมีจุดแข็งหลายจุด เช่น ราคาของหุ้นไทยต่ำกว่าภูมิภาค และตลาดทุนมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องทำให้ธุรกิจหลักทรัพย์มีการแข่งขันกันมากขึ้น มีปรับปรุงการให้บริการ และมีผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้เลือกเพิ่มขึ้น รวมถึงการเป็นศูนย์กลางทางเศรษฐกิจของภูมิภาค

4) **ส่งเสริมให้ประเทศไทยเป็นฐานการดำเนินการบริหารการลงทุนในต่างประเทศ ของ Hedge funds หรือกองทุนขนาดใหญ่** และเตรียมการเป็นฐานการชำระราคาและส่งมอบหลักทรัพย์กับประเทศในภูมิภาค อย่างมีลำดับขั้นตอน เพื่อเตรียมบุคลากรของไทย สร้างองค์ความรู้ ให้ประเทศไทยมีความพร้อมต่อนักลงทุนขนาดใหญ่ ยกกระดับประเทศไทยขึ้นในวงการตลาดทุนโลก และเป็นการเตรียมตัวสำหรับประเทศไทยที่จะสร้างประโยชน์จากการย้ายศูนย์กลางทางการเงินมาในแถบภูมิภาคเอเชีย

5) **เพิ่มบทบาทของสถาบันตัวกลางให้สามารถขยายการให้บริการและการสร้างโอกาสจากการให้บริการในต่างประเทศมากขึ้น** เช่น การให้ Universal License สถาบันตัวกลางที่มีความพร้อม เพื่อให้บริการแก่นักลงทุนที่หลากหลาย ตามกระแสความสำคัญของโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน รวมถึงการพิจารณาแนวทางในการคุ้มครองสถาบันตัวกลางของไทยที่ออกไปให้บริการในต่างประเทศ ทั้งนี้การเปิดเสรีทางการเงินได้สร้างการแข่งขันที่รุนแรง ส่งผลให้สถาบันตัวกลางของไทยมีแนวโน้มรายได้ลดลงจากธุรกรรมลักษณะเดิม อาทิ ค่าธรรมเนียมจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ภาครัฐจึงควรช่วยสร้างโอกาสให้สถาบันตัวกลางไทย สามารถแข่งขันได้ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน ที่โอกาสจากเงินทุนต่างประเทศและการลงทุนในต่างประเทศของไทยมีสูง และมีความหลากหลาย การออกนโยบายต่าง ๆ ต้องมีการร่วมหารือกับสถาบันตัวกลางไทยและพิจารณาสนับสนุนการสร้างรายได้ของสถาบันตัวกลางไทย

6) **เพิ่มความรู้ความเข้าใจการลงทุนในต่างประเทศ ตลอดจนส่งเสริมและคุ้มครองการลงทุนในต่างประเทศของนักลงทุนไทย** เนื่องจากจะช่วยให้แสวงหาประโยชน์จากการเติบโตทางเศรษฐกิจในภูมิภาค รวมถึงเป็นการเพิ่มความสามารถในการกระจายความเสี่ยง (Diversification)

สำหรับข้อเสนอแนะนี้เป็นข้อเสนอแนะเบื้องต้น เพื่อใช้ประกอบการจัดทำนโยบายที่เกี่ยวข้อง การศึกษานี้มีข้อจำกัดด้านเวลาและทรัพยากรในการจัดทำ ผู้เขียนจึงเห็นว่าควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในเชิงลึกในเรื่องที่สำคัญ ต่อไปดังนี้

1. ยุทธศาสตร์การลงทุนไทยในต่างประเทศ
2. แนวทางสนับสนุนสถาบันตัวกลางไทยให้เติบโตและแข่งขันได้ในกระแสโลกาภิวัตน์
3. การจัดทำแผนจัดการสถานการณ์ฉุกเฉินสำหรับตลาดทุน
4. การพัฒนาระบบเตือนภัยและการประเมินความเสี่ยงสำหรับตลาดทุนไทย⁴

⁴ ควรมีการพิจารณาอย่างน้อย 6 ด้านคือ 1) ความเสี่ยงด้านนักลงทุนในประเทศ (Domestic Investor Risks) 2) ความเสี่ยงด้านบริษัทจดทะเบียน 3) ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของตลาดและผลิตภัณฑ์ (Market Liquidity and Product Risks) 4) ความเสี่ยงด้านนโยบายเศรษฐกิจและปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค (Economic Policy and Macro Economic Risks) 5) ความเสี่ยงด้านเงินทุนและนักลงทุนต่างประเทศ (Capital Flow and Foreign Investor Risks) 6) ความเสี่ยงด้านภูมิเศรษฐกิจและเศรษฐกิจต่างประเทศ (Geo-Economic and Global Economic Risks)

ภาคผนวก A.

เอกสารอ้างอิง

- Atje,Raymond and Jovanonic,Boyan (1993), “Stock Markets and development” European Economic Review
- Bailliu, J.” Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries.” Bank of Canada Working Paper 2000-15
- Bank of New York (2007), Servicing Collateralised Debt Obligations (“CDOs”), The Australian Credit Forum 2007.
- Barro, R. 1991. “Economic Growth in a Cross Section of Countries.” Quarterly Journal of Economics 106(2): 407–444.
- Bartolini, L. and Drazen, A. (1997a), “Capital Account Liberalization as a Signal”, American Economic Review, 87, pp. 138-154.
- Bartolini, L. and Drazen, A. (1997b), “When Liberal Policies Reflect External Shocks, What do We Learn?”, Journal of International Economics, 42, pp. 249-73.
- Blanchard, Oliver J (1981), “Output, the stock market and interest rates” The American Economic Review
- Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, and Maria Soledad Martinez-Peria. (2001), “Financial Crises: Lesson from the Last 120 Years,” Economic Policy
- Borensztein, Eduardo, José De Gregorio, and Jong-Wha Lee. 1995. “How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?” NBER Working Paper No. 5057.
- Bosworth, Barry and Susan Collins. 1999. “Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment,” Brookings Paper on Economic Activity: 1 Brookings Institution, pp. 143-169.
- Campbell, Jone Y. and N. Gregory Mankiw, (1990). “Permanent Income, Current Income, and Consumption”, Journal of Business and Economic Statistics, 8(3), 265-279.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart (1996), “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, pp. 123-139.
- Celesun, Denizler and He (1999) Capital Flows, Macroeconomic Management, and Financial System in Turkey 1989-97, Policy Research Working Paper 2141

- Chang, Roberto, and Andrés Velasco (1999) “Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy,” NBER Working Paper, No.7272.
- Cinquegrana, Piero, “The Need for Transparency in Commodity and Commodity Derivatives Markets”, ECMI Research Report, No.3, December 2008
- Clark, Ephrain, Jean-Baptiste Lesourd and René Thiéblemont (2001), International Commodity Trading: Physical and Derivative Markets, Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Cole, Roger T. (2007) “Hedge funds, credit risk transfer and financial stability”
- Demirguc-Kunt, A. and E. Detriagiache (1998) "Financial Liberalization and Financial Fragility", World Bank Working Paper.
- Diaz-Alejandro, Carlos, 1985. "Good-bye financial repression, hello financial crash," Journal of Development Economics, Elsevier, vol. 19(1-2), pages 1-24
- Dornbusch, Rudiger, Yung Park, and Stijn Claessens. (2000), “Contagion: Understanding How It Spreads,” World Bank Research Observer, No. 15, pp. 177-197.
- Edison, Hali J. & Klein, Michael W. & Ricci, Luca Antonio & Slok, Torsten, (2004), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," IMF Staff Papers, Palgrave Macmillan Journals, vol. 51(2), pages 2
- Edwards, S., (1999), “How Effective Are Capital Controls?”, NBER Working Paper No. 7413.
- Eichengreen, Barry. 2001. “Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?” The World Bank Economic Review, Vol. 15(3), pp. 341-365
- Eichengreen, Barry and David Leblang. 2003. “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?” NBER Working Paper No. 9427
- Engdahl, F. William, “The Financial Tsunami Part IV: Asset Securitization – The Last Tango”, February 8, 2008
- Evaluation Associates LLC, “Financial Derivatives: A Guide to CDO and CDS”
- Financial Derivatives: A Guide to CDO and CDS, EAI and Evaluation Associates are Registered Service Marks of Evaluation Associates LLC
- Financial Services Authority (2005) “Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement” discussion paper 05/04, page 14
- Frankel, Jeffrey and Andrew Rose. (1996), “Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Treatment,” Journal of International Economics, Vol. 41, pp. 351-366.
- Greenwood, J and Jovanovic, B. “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income” Journal of Political Economy, October 1990,98,pp1076-107

- Glick, R. and Hutchison, M. (2000), “Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?” , in Financial Crises in Emerging Markets, R. Glick, R. Moreno and M. Spiegel, eds. Cambridge: Cambridge University Press, Chapter 2
- Harrison, A., I. Love, and M. McMillan (2004), “Global Capital Flows and Financing Constraints.” *Journal of Development Economics*, 75:1, pp. 269-301.
- Hemming, Richard, Michael Kell, and Axel Schimmelfennig (2003), “Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies,” IMF Occasional Paper, No. 218.
- Hines, C. (2000), *Localisation: A Global Manifesto*, 42, pp. 517-51
- <http://en.wikipedia.org/wiki/Pension>
- <https://finance.myfirstinfo.com/Vocab.aspx?Word=80&Id=7862>
- <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=5241>
- IMF (2006), *Global Development Finance 2006*
- IMF (2008), *Global Financial Stability Report*, April 2008
- IMF WEO database April 2009
- IMF (2009), *World Economic Outlook*, April 2009
- International Monetary Fund (2007), *Global Financial Stability Report*, April 2007
- International Monetary Fund (2009), *Global Financial Stability Report*, April 2009
- Investment Company Institute (2008), *Fact Book 2008*
- Jefferis, Keith (1995), “The Botswana Share and Its Role in Financial and Economic Development” , *World Development*.
- Kaminsky and Reinhart (1999) “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems” *American Economic Review*
- Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) “Financial Globalization: A Reappraisal” IMF Working Paper, WP/06/189 .
- Kormendi, R. and P. Meguire. 1985. “Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence.” *Journal of Monetary Economics* 16(2): 141–163.
- Lane and Malesi-Ferretti (2009), “The Drivers of Financial Globalization”, unpublished,
- Legum (2002), “It Doesn’t Have to Be Like This! A New Economy for South Africa and the World”, Ampersand Press.
- Levine, Ross and Zervos, Sara (1996), “Stock market development and long-run growth” *The World Bank Economic Review*

- Levine, Ross and Zervos, Sara (1998), "Capital Control Liberalization and Stock market Development" World Development Vol.26, No.7, pp.1169-1183
- Li, K., R. Morck, F. Yang, and B. Yeung, (2003), "Firm-Specific Variation and Openness in Emerging Markets." Review of Economics and Statistics, 86:3, pp. 658-69
- Lopez-Mejia (2003) "Large Capital Flows: A survey of the causes, Consequences, and Policy Responses", IMF Working Paper WP/99/17
- McKinnon, Ronald L., (1973). "Money and Capital in Economic Development", Washington: The Brookings Institution.
- McCauley, Robert N., "Managing Recent Hot Money Inflows in Asia", ADB Institute Discussion Paper, No.99, March 2008
- McKinsey Global Institute (2007), "Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report", October 2007
- McKinsey Global Institute (2008), "Mapping Global Capital Markets: Fifth Annual Report", October 2008
- McKinsey & Company (2008), "The New Power Brokers: Gaining Clout in Turbulent Markets", July 2008
- Mishkin, F. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries." NBER working paper No. 8087.
- Mishra, Deepak, Ashoka Mody, and Antu Panini Murshid. 2001. "Private Capital Flows and Growth," Finance and Development, Vol. 38(2), IMF, Washington D.C.
- Mody and Murshid (2002) Growing up with Capital, IMF working paper WP02/75
- Moreno, R. and Santos, Marjorie, "Pension systems in EMEs: implications for capital flows and financial markets", BIS Papers No 44
- Obstfeld, O. (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", Journal of Economic Perspectives, Vol.12(4), pp.9-30.
- Ostry, Jonathan D., and Carmen M. Reinhart, (1992). "Private Saving and Terms of Trade Shocks: Evidence from Developing Countries", Staff Papers, International Monetary Fund, Vol.39, pp. 495-517.
- Park, Jong H. (2002), "Globalization of Financial Markets and the Asian Crisis: Some Lessons for Third World Developing Countries," Journal of Third World Studies, Vol. 19(2), pp. 141-166.

- Poompatpibul, Tanboon, and Leelapornchai (2006) Role of Financial Integration in East Asia in Promoting Regional Growth and Stability, proceeding at Bank of Thailand Symposium 2006
- Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003) "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence" IMF Working Paper WP/17/03
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs. (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, pp. 1-74.
- Reinhart, Carmen M. 2005. "Some Perspective on Capital Flows to Emerging Market Economies," NBER Reporter
- Ross Levine and Sara Zervos (1998), "Capital Control Liberalization and Stock market Development" World Development Vol.26, No7, pp.1169-1183
- Sabri, R. . Nidal (2006) "Globalization and Stock Market Stability." SSRN Working paper.
- Sanchez,Auro (1983), "Economic Growths and Stock Market Development", Phillippine Review of Economics and Business Shaw, Edward (1973). "Financial Deepening in Economic Development", New York: Oxford University Press.
- Servicing Collateralised Debt Obligations ("CDOs"), The Australian Credit Forum 2007. The Bank of New York
- Shaw, Edward, (1973), "Financial Deepening in Economic Development", (New York: Oxford University Press).
- Shin and Sohn (2006) Trade and Financial Integration in East Asia: Effects on Co-movements, The World Economic (2006)
- Singh, Ajit (1993), "The stock market and economic : Should Developing Countries Encourage Stock Market?" UNCTAD Reviews.
- Stiglitz, J. (1994), "Economic Growth Revisited," Industrial and Corporate Change, 3(1), pp. 65-110.
- Stiglitz, J. (2000), "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?" American Economic Review, 90(1), March 2000, pp. 147-165.
- Stulz, R. (1999) "Globalization of Capital Markets and the Cost of Capital." Journal of Applied Corporate Finance Vol. 12(3), pp. 8-25.
- Theron, N. (1998) Can South Africa Afford Full Lu\liberalization of Exchange Controls? Some Lessons form International Experience. South African Journal of Economics, 66 (1), pp. 47-65.

UBS Global Asset Management (2005)

Watson Wyatt (2008), 2008 Global Pension Assets Study, January 2008

World Bank (2006) “Global Development Finance” 2006 Washington, D.C.

World Bank (2008), Global Development Finance 2008

World Bank (2009), Global Economic Prospects 2009,

คลฤดี ปิ่นทอง (2547),วิทยานิพนธ์ “ความสัมพันธ์ระหว่างการพัฒนาตลาดทุนและการเจริญ

เติบโตทางเศรษฐกิจ”, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

วิชาน เจริญผล, (2006), “การลดข้อจำกัดด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุนไทย :

ข้อคิดจากการศึกษาและประสบการณ์ในต่างประเทศ”, SET Note Issue8/2006,

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ พงศ์นคร โภชากรณ์ สุธี เหลืองอร่ามกุล นงนุช ดัยดิสันติวงศ์ (2549)

“โครงการพัฒนาระบบประมาณการเศรษฐกิจการคลัง 2549” สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์, วรรณ ศักดารัตน์, กฤติกา โพธิ์ไทรย์, สรนนท์ ฉัตรภรณ์ และสรณัฐ

ลือโสภณ (2550a) “ร่างแผนรองรับกระแสโลกาภิวัตน์ด้านการเคลื่อนย้ายเงินทุน

ระหว่างประเทศ (2550), คณะนักวิจัยสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง, สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

เวทวงศ์ พ่วงทรัพย์, กฤติกา โพธิ์ไทรย์, ธนกฤต ฉัตรภรณ์ และ ปิยศักดิ์ มานะสันต์ (2550b)

“โลกาภิวัตน์ด้านเงินทุน อนาคตและนัยต่อประเทศไทย” เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการ

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง ครั้งที่ 4 ประจำปี 2550 วันที่ 17 กันยายน 2550

สมนึก วิวัฒน์, (2546), “โครงสร้างของตลาดทุนไทย”, กลไกของตลาดการเงินในระบบ

เศรษฐกิจไทยโครงสร้างของตลาดทุนไทย,ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาคผนวก B.

แบบจำลองเศรษฐกิจการเคลื่อนย้ายเงินทุน

1. ภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector)

1.1 การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนตามราคาคงที่

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln(RCP)} = & 0.0081 + 0.6711 \Delta \text{Ln(RYD)} + 0.0191 \Delta \text{Ln (Wealth)} \\ & (1.5437) \quad (5.0212) \quad (2.3735) \\ & + 0.0519 \text{ Q2} - 0.0501 \text{ Q3} - 0.0303 \text{ Q4} \\ & (5.5309) \quad (-3.8990) \quad (-2.2145) \\ & - 0.3453 \text{ ECMRCP}(-1) \\ & (-2.9435) \end{aligned}$$

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

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

Ln คือ natural logarithms

Qi คือ ไตรมาสที่ i

ECM คือ error correction term

ในแต่ละสมการ ตัวเลขในวงเล็บใต้ค่าสัมประสิทธิ์ คือ t-statistics ของค่าสัมประสิทธิ์นั้น

Adj R² 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

1.2 การลงทุนภาคเอกชนตามราคาคงที่

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

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

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

1.3 การบริโภคภาครัฐบาลตามราคาคงที่

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

1.4 การลงทุนภาครัฐตามราคาคงที่

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

1.5 การส่งออกสินค้าตามราคาคงที่

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

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

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

1.6 การส่งออกบริการตามราคาคงที่

$$\begin{aligned}\Delta \text{Ln(RXS)} = & -0.0358 + 0.5389 \Delta \text{Ln(tour)} - 0.0051 \Delta \text{REER} \\ & (-2.1547) \quad (7.0816) \quad (-2.2177) \\ & - 0.0486 \Delta \text{Ln(RXS)(-1)} + 0.0666 \text{Q1} + 0.0826 \text{Q4} \\ & (-0.3955) \quad (1.8965) \quad (2.3619) \\ & - 0.5579 \text{ECMRXS(-1)} \\ & (-2.7871)\end{aligned}$$

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

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

1.7 การนำเข้าสินค้าตามราคาคงที่

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

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

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

1.8 การนำเข้าบริการตามราคาคงที่

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

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

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

1.9 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศตามราคาคงที่

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

2. ภาคการเงิน

2.1 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน

$$\begin{aligned}\Delta \text{T3} = & - 0.2625 - 10.8712 \Delta \text{Liquid} + 1.7239 \text{D973} \\ & (-1.8166) \quad (-1.3431) \quad (2.2667) \\ & + 1.3346 \text{ECMT3}(-1) \\ & (2.0736)\end{aligned}$$

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

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

2.2 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี

$$\begin{aligned} \Delta \text{MLR} = & -0.0183 - 3.3457 \Delta \text{Liquid/Liquid}(-4) + 0.7058 \Delta \text{MLR}(-1) \\ & (-0.2739) \quad (-1.6841) \quad (5.4034) \\ & + 0.3958 \Delta(\Delta \text{CPI}) - 1.2900 \text{D991} - 0.5115 \text{ECMMLR}(-1) \\ & (3.8014) \quad (-2.5916) \quad (2.3062) \end{aligned}$$

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

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

2.3 ปริมาณสินเชื่อธนาคารพาณิชย์

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln}(\text{LOAN}) = & 0.0010 + 0.7551 \Delta \text{Ln}(\text{LOAN})(-1) + 0.0754 \text{D974} \\ & (0.2097) \quad (5.3796) \quad (2.3705) \\ & - 0.9346 \text{ECMLOAN}(-1) \\ & (-3.3980) \end{aligned}$$

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

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

2.4 สินเชื่อในประเทศ

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

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

2.5 สัดส่วนสภาพคล่องธนาคารพาณิชย์

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

2.6 สินทรัพย์เอกชน

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

2.7 ปริมาณเงิน

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

2.8 สินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ

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

2.9 ตลาดทุน

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

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

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

3. ภาคต่างประเทศ

3.1 ดุลบัญชีเดินสะพัด

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

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

3.2 ดุลบัญชีเงินทุน

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

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

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

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

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

3.3 เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ

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

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

$$\begin{aligned} \text{ECMKAP\$} = & \text{Ln(KAP\$)} - (-1.3211 + 0.1062 (\text{RP14-FED}) - 2.1048 \text{Ln(CA\$(-1))} \\ & - 20.2341 \text{Ln(REER)}) \end{aligned}$$

3.4 เงินลงทุนในตราสารทุนจากต่างประเทศ

$$\begin{aligned} \Delta \text{Ln(KAE\$)} = & 0.823 + 0.026 \Delta(\text{RP14-FED}) + 0.254 \Delta \text{Ln(GDP11)} \\ & (2.1701) \quad (1.7613) \quad (1.2145) \\ & - 0.602 \text{ECMLn(KAS(-1))} \\ & (-2.0319) \end{aligned}$$

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

$$\text{ECMKAE\$} = \text{Ln(KAS\$)} - (-5.6321 + 0.05102 (\text{RP14-FED}) - 2.1048 \text{Ln(CAS\$(-1)))}$$

3.5 เงินทุนอื่นจากต่างประเทศ

$$\Delta \text{Ln}(\text{KAOTH\$}) = 0.23 + 1.1062 \Delta(\text{RP14-FED}) - 1.054 \Delta \text{Ln}(\text{CA\$}(-1))$$

$$(2.0702) \quad (1.6512) \quad (-10.2135)$$

$$- 0.5092 \text{ECMLn}(\text{KAOTH\$}(-1))$$

$$(-4.03)$$

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

$$\text{ECMKAOTH\$} = \text{Ln}(\text{KAOTH\$}) - (-1.3211 + 0.1062 (\text{RP14-FED}) - 2.1048 \text{Ln}(\text{CA\$}(-1))$$

$$- 20.2341 \text{Ln}(\text{REER}))$$

3.6 ดุลการชำระเงิน

$$\text{BPB} = \text{KA\$} \cdot \text{ER} + \text{CA\$} \cdot \text{ER} + \text{OTHBP}$$

$$\text{BP\$} = \text{BPB} / \text{ER}$$

3.7 เงินสำรองระหว่างประเทศ

$$\text{RESERVE} = \text{BP\$} + \text{RESERVE}(-1)$$

4. ภาคการคลัง (Fiscal Sector)

4.1 การใช้จ่ายของภาครัฐบาล (Public Sector Expenditure)

(1) ดุลการคลัง (Public Balance)

$$\text{PUBB} = \text{PUBREV} - \text{PUBEX}$$

(2) การใช้จ่ายของภาครัฐ (Public Sector Expenditure)

$$\text{PUBEX} = \text{CGGFS} + \text{IGGFS} - \text{EBF}$$

(3) การบริโภคภาครัฐ (Public Consumption)

$$\text{CG} = \text{CGGFS} - \text{CGadj}$$

(4) การลงทุนภาครัฐ (Public Investment)

$$\text{IG} = \text{IGGFS} - \text{IGadj}$$

(5) การชดเชยการขาดดุลของรัฐบาล (Public Financing)

$$-\text{PUBB} = \text{DB} + \text{FB}$$

(6) การกู้เงินจากในประเทศเพื่อชดเชยการขาดดุล (Domestic Borrowing)

$$\text{DB} = \text{GBOND} + \text{GTB}$$

4.2 รายรับของภาครัฐ (Public Sector Revenue)

(7) รายรับของภาครัฐ (Public Sector Revenue)

$$\text{PUBREV} = \text{GOVREV} + \text{PEREV}$$

5. ดัชนีราคา

5.1 ดัชนีราคาการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน

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

(-0.5995) (11.3242) (-3.9815)

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

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

5.2 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)

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

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

5.3 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)

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

$$\text{ECMPAGR} = \text{Ln(PAGR)} - (0.3971 + 0.0678 Q1 + 0.1411 Q2 + 0.0900 Q3 + 0.0532 \text{Ln(DUBAI)}(-1) + 0.8775 \text{Ln(PAGR)}(-1))$$

5.4 ดัชนีราคาสาธารณูปโภค

$$\Delta \text{Ln(PEGW)} = 0.0062 + 0.3890 \Delta \text{Ln(PEGW)}(-1) - 1.1533 \text{ECMPEGW}(-1)$$

(0.6526) (1.9479) (-4.6694)

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

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

5.5 ดัชนีราคาน้ำมันเบนซิน

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

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

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

5.6 ดัชนีราคาน้ำมันดีเซล

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

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

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

5.7 ดัชนีราคาการอุปโภคบริโภคภาครัฐ

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

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

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

5.8 ดัชนีราคาการลงทุนภาครัฐ

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

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

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

5.9 ดัชนีราคาสินค้าส่งออก

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

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

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

5.10 ดัชนีราคาบริการส่งออก

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

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

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

5.11 ดัชนีราคาสินค้านำเข้า

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

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

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

5.12 ดัชนีราคาบริการนำเข้า

$$\begin{aligned}\Delta \text{Ln(PMS)} = & - 0.0006 & + & 0.0767 \Delta \text{Ln(PXG)} & + & 0.4738 \Delta \text{Ln(PMS)}(-1) \\ & (-0.4140) & & (2.4874) & & (3.6935) \\ & + & 0.5962 \Delta \text{Ln(PMS)}(-4) & + & 0.1051 \Delta \text{Ln(NEER)} \\ & & (5.8123) & & (2.9183) \\ & - & 1.1988 \text{ ECMPMS}(-1) & & & \\ & & (-5.8805) & & & \end{aligned}$$

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

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

5.13 ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน

$$\Delta \text{Ln(CORE)} = 0.0004 + 0.0016 \Delta \text{(T3)}(-1) + 0.0176 \Delta \text{Ln(PMG)}(-1) \\ (0.4279) \quad (2.3207) \quad (1.6957) \\ + 0.0183 \Delta \text{Ln(PAGRI)}(-1) + 0.8870 \Delta \text{Ln(CORE)}(-1) \\ (2.3979) \quad (9.6448) \\ - 0.7359 \text{ECMCORE}(-1) \\ (-3.3243)$$

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

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

5.14 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป

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

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

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

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

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

รายชื่อและสัญลักษณ์ของตัวแปรในแบบจำลอง

ตัวแปรภายใน

BEN	=	ดัชนีราคาน้ำมันเบนซิน ($2539 = 100$)
BP	=	ดุลการชำระเงิน (พันล้านบาท)
CA	=	ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้านบาท)
CG	=	การบริโภคภาครัฐตามระบบ 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	=	การใช้จ่ายของภาครัฐ (พณีสถิติ)
PUBREV	=	รายรับของภาครัฐ (พณีสถิติ)
RCG	=	การบริโภคของรัฐบาล 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	=	ปริมาณเงินฝากประจำ ตามราคาคงที่ (พณีสถิติ)
XG	=	การส่งออกสินค้า (พณีสถิติ)
XS	=	การส่งออกบริการ (พณีสถิติ)
YD	=	รายได้สุทธิหลังหักภาษี(พณีสถิติ)

ตัวแปรภายนอก

CATRAN\$	=	ดุลเงินโอน (พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ)
CAINC\$	=	ดุลรายได้ (พันล้าน ดอลลาร์ สหรัฐ)
cement	=	ราคาปูนซีเมนต์
CGadj	=	การปรับปรุงการบริโภคภาครัฐให้เป็นตามระบบ SNA (พันล้านบาท)
CGGFS	=	การบริโภคภาครัฐตามระบบ GFS (พันล้านบาท)
DB	=	สินเชื่อในประเทศของรัฐ (พันล้านบาท)
DCG	=	ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศที่ปล่อยให้ภาครัฐ (พันล้านบาท)
DCBH	=	ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศที่ปล่อยให้ภาคธุรกิจและครัวเรือน (พันล้านบาท)
DCOTH	=	ปริมาณสินเชื่อภายในประเทศที่ปล่อยให้สถาบันการเงินและอื่นๆ (พันล้านบาท)
DD	=	การใช้จ่ายในประเทศ (พันล้านบาท)
DJG	=	Global Dow Index
DUBAI	=	ราคาน้ำมันดิบดูไบ
EBF	=	ดุลกองทุนนอกงบประมาณ (พันล้านบาท)
ER	=	อัตราแลกเปลี่ยน บาท/ดอลลาร์ สหรัฐ.
FB	=	การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ (พันล้านบาท)
FED	=	Federal Funds Rate
FIP	=	Foreigner Investment Position
FS	=	การซื้อขายของนักลงทุนต่างชาติใน SET
GBOND	=	การชดเชยการขาดดุลโดยการออกพันธบัตร (พันล้านบาท)
GCF	=	การลงทุนรวม (พันล้านบาท)
GDPT	=	แนวโน้มผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่เกิดจากการวิธี Hodrick-Prescott
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\$	=	เงินทุนเคลื่อนย้ายอื่นๆ
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
RP14	=	อัตราดอกเบี้ยตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะ 14 วัน
SD	=	ปริมาณเงินฝากออมทรัพย์ (พันล้านบาท)
tour	=	จำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศ (พันคน)
WAGE	=	ค่าจ้างขั้นต่ำ

ตัวแปรหุ่น

DUMMYPIT2	=	1, ไตรมาส 1 และ 3
	=	0, กรณีอื่นๆ
Dcrisis	=	1, ไตรมาส 4 ปี 2540 – ไตรมาส 1 ปี 2541
	=	0, กรณีอื่นๆ
D973	=	1, ไตรมาส 3 ปี 2540
	=	0, กรณีอื่นๆ
D974	=	1, ไตรมาส 4 ปี 2540
	=	0, กรณีอื่นๆ
D984	=	1, ไตรมาส 4 ปี 2541
	=	0, กรณีอื่นๆ
D991	=	1, ไตรมาส 1 ปี 2542
	=	0, กรณีอื่นๆ

ภาคผนวก C. การพัฒนาฐานข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ เพื่อให้การศึกษาเป็นไปอย่างเป็นระบบและมีประสิทธิภาพ การพัฒนาฐานข้อมูลและจัดเก็บข้อมูลที่มีประโยชน์ รวดเร็วและทันสมัย จึงเป็นสิ่งจำเป็นที่จะช่วยให้การศึกษานี้เป็นไปได้อย่างดีตามเป้าหมายที่วางไว้ การรวบรวมและจัดระบบฐานข้อมูลที่น่ามาใช้จะถูกจัดเก็บไว้ในรูปแบบไฟล์คอมพิวเตอร์ โดยใช้โปรแกรม Microsoft Excel ซึ่งเป็นโปรแกรมที่ใช้งานได้ง่าย และสามารถนำเอาฐานข้อมูลนี้ไปใช้กับคอมพิวเตอร์ทั่วไปได้อย่างสะดวก ทั้งนี้ระบบฐานข้อมูลจะถูกพัฒนาให้เป็นถังข้อมูล (Data Tank) ซึ่งจะมีขนาดและจำนวนของข้อมูลเพิ่มมากขึ้นตามระยะเวลาการใช้งานของแบบจำลอง เพื่อนำข้อมูลนี้มาใช้ในการวิเคราะห์ในแบบจำลอง

ข้อมูลที่อยู่ในถังข้อมูล จะประกอบด้วยข้อมูลซึ่งใช้ในแบบจำลองทั้งระดับมหภาค และระดับจุลภาค ที่คาดว่าจะใช้ในการศึกษา ได้แก่

1 ข้อมูลระดับมหภาค

1.1 ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค

- ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Products)
- การบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption)
- การลงทุนภาคเอกชน (Private Investment)
- อัตราเงินเฟ้อ (Inflation rate)
- การจ้างงาน (Employment)

1.2 ข้อมูลด้านการลงทุน

- การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct investment)
- การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Foreign Portfolio Investment)
- การลงทุนผ่าน BOI (Investment through BOI)

1.3 ข้อมูลภาคต่างประเทศ

- อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก (World economic growth)
- อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้า (Trading Partners' economic growth)
- ดุลการชำระเงิน (Balance of Payment)
- อัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (International Interest Rate)
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรต่างประเทศ (International Bond Yield)

1.4 ข้อมูลภาคการเงิน

- สินเชื่อ (Credits)
- เงินฝาก (Deposits)
- ปริมาณเงิน (Money Supply)
- อัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ (Commercial Bank Interest Rate)
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond Yield)

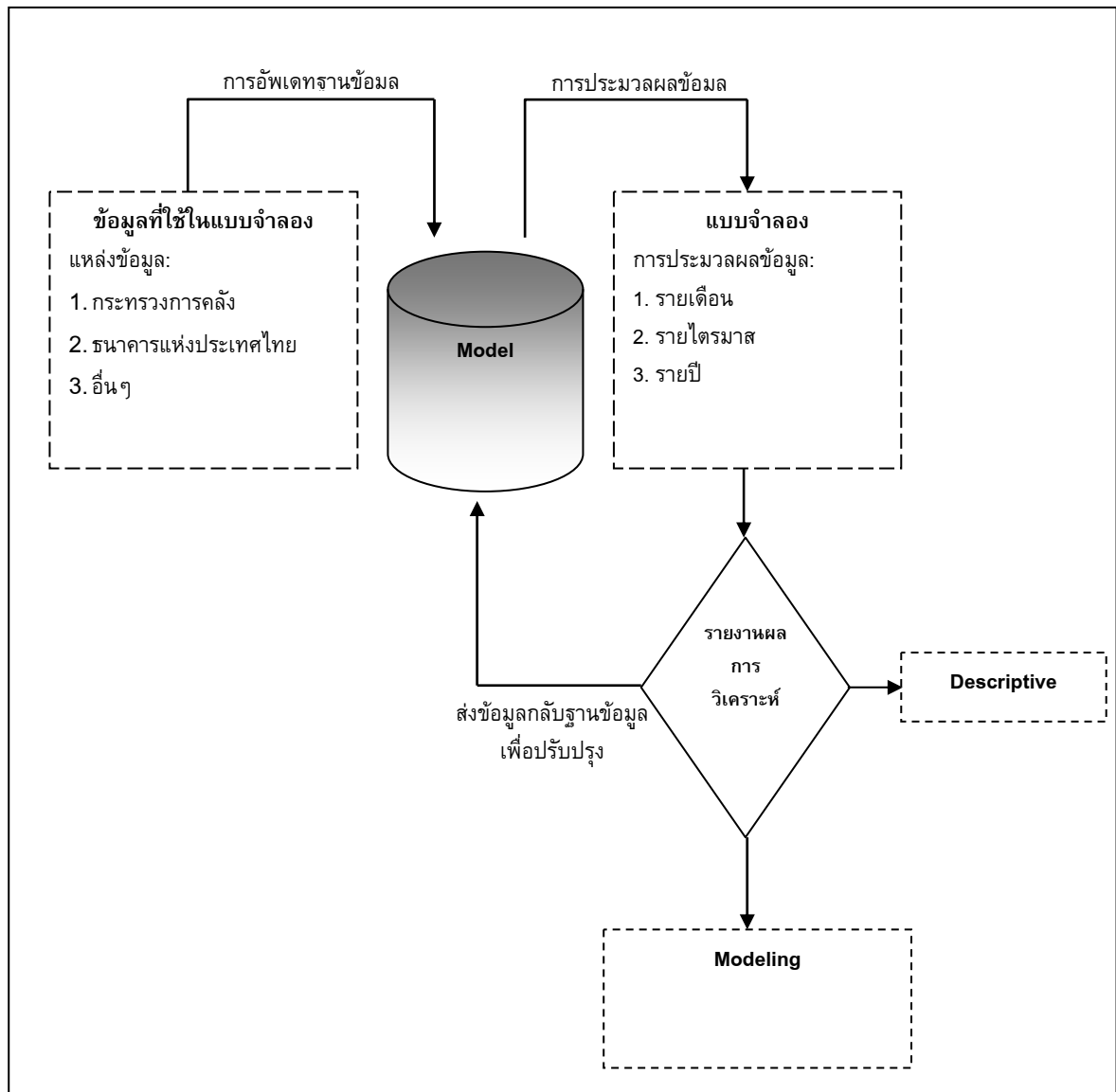
1.5 ข้อมูลตลาดทุน

- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Index)
- มูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Trade Value)
- Market Price / Earning (P/E)
- Market Price / Book Value (P/V)

2 ข้อมูลระดับจุลภาค

- ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศรายสาขา (Gross Domestic Products by Sectors)
- การลงทุนรายสาขา (Investment by Sectors)
- การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศอุตสาหกรรม (Foreign Direct Investment by Sectors)

แผนภาพที่ 1 การจัดทำฐานข้อมูล



ในการทำข้อมูลในฐานข้อมูลให้ทันสมัยนั้นจะดำเนินการรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจที่ใช้ในการวิเคราะห์จากหน่วยงานต่างๆ เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง และหน่วยงานที่เก็บรวบรวมข้อมูลทางเศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศ โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลให้ทันสมัยนั้นจะดำเนินการเป็นรายเดือน เพื่อนำข้อมูลที่ทันสมัยที่สุดเข้าสู่การวิเคราะห์

สำหรับระบบการประมวลผลนั้น ตัวแบบที่ได้ถูกพัฒนาขึ้นสามารถที่จะดำเนินการประมวลผลแบบอนุกรมเวลา (Time Series) ที่ย่อยที่สุดเป็นรายเดือน ตามมาด้วยรายไตรมาส และรายปี โดยความละเอียดจะขึ้นอยู่กับลักษณะของข้อมูล อาทิ ข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Products) มีลักษณะข้อมูลจัดทำเป็นรายไตรมาส ดังนั้น ฐานข้อมูลจะจัดเก็บเป็นรายไตรมาสตามลักษณะของข้อมูล

แนวทางหลักที่จะใช้ประโยชน์จากฐานข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบไปด้วยการรายงานและประมวลผลฐานข้อมูลใน 2 ระดับ

1. รายงานเชิงพรรณนา (Descriptive Reporting) เป็นการนำเสนอข้อมูล และสถิติโดยทั่วไป เน้นการแสดงภาวะและเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในอดีตที่ผ่านมา จนถึงปัจจุบัน รวมถึงทิศทางและแนวโน้ม
2. รายงานจากผลของแบบจำลอง (Reporting from Modeling) ข้อมูลส่วนหนึ่งจากฐานข้อมูล จะถูกใช้ในการจัดทำแบบจำลองเพื่อศึกษาการไหลของเงินทุนต่างประเทศ ผลจากการศึกษาที่ได้จากแบบจำลองจะถูกนำมานำเสนอในส่วนนี้

ตารางที่ 1 คำอธิบายตัวแปร

คำอธิบายตัวแปร

Name	แหล่งข้อมูล
ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค	
ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Products)	NESDB
การบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption)	NESDB
การลงทุนภาคเอกชน (Private Investment)	NESDB
อัตราเงินเฟ้อ (Inflation rate)	MOC
การจ้างงาน (Employment)	NSO
ข้อมูลด้านการลงทุน	
การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct investment)	BOT
การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ (Foreign Portfolio Investment)	BOT
การลงทุนผ่าน BOI (Investment through BOI)	BOI
ข้อมูลภาคต่างประเทศ	
อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก (World economic growth)	IMF
อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้า (Trading Partners' economic growth)	IMF
ดุลการชำระเงิน (Balance of Payment)	BOT

Name (ต่อ)	แหล่งข้อมูล
อัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (International Interest Rate)	CEIC
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรต่างประเทศ (International Bond Yield)	CEIC
ข้อมูลภาคการเงิน	
สินเชื่อ (Credits)	BOT
เงินฝาก (Deposits)	BOT
ปริมาณเงิน (Money Supply)	BOT
อัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ (Commercial Bank Interest Rate)	BOT
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond Yield)	BOT
ข้อมูลตลาดทุน	
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Index)	SET
มูลค่าการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Trade Value)	SET
Market Price / Earning (P/E)	SET
Market Price / Book Value (P/V)	SET
ข้อมูลระดับจุลภาค	
ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศรายสาขา (Gross Domestic Products by Sectors)	NESDB
การลงทุนรายสาขา (Investment by Sectors)	NESDB
การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศอุตสาหกรรม (Foreign Direct Investment by Sectors)	BOT
การจ้างงานในอุตสาหกรรม (Employment by Sectors)	NSO

หมายเหตุ

NESDB = National Economic and Social Development Board (www.nesdb.go.th)

BOT = Bank of Thailand (www.bot.or.th)

SET = Stock Exchange of Thailand (www.set.or.th)

MOC = Ministry of Commerce (www.moc.go.th)

NSO = National Statistic Office (www.nso.go.th)

IMF = International Monetary Finance (www.imf.org)

CEIC (www.ceic.com)