

บทที่ 1

บทนำ

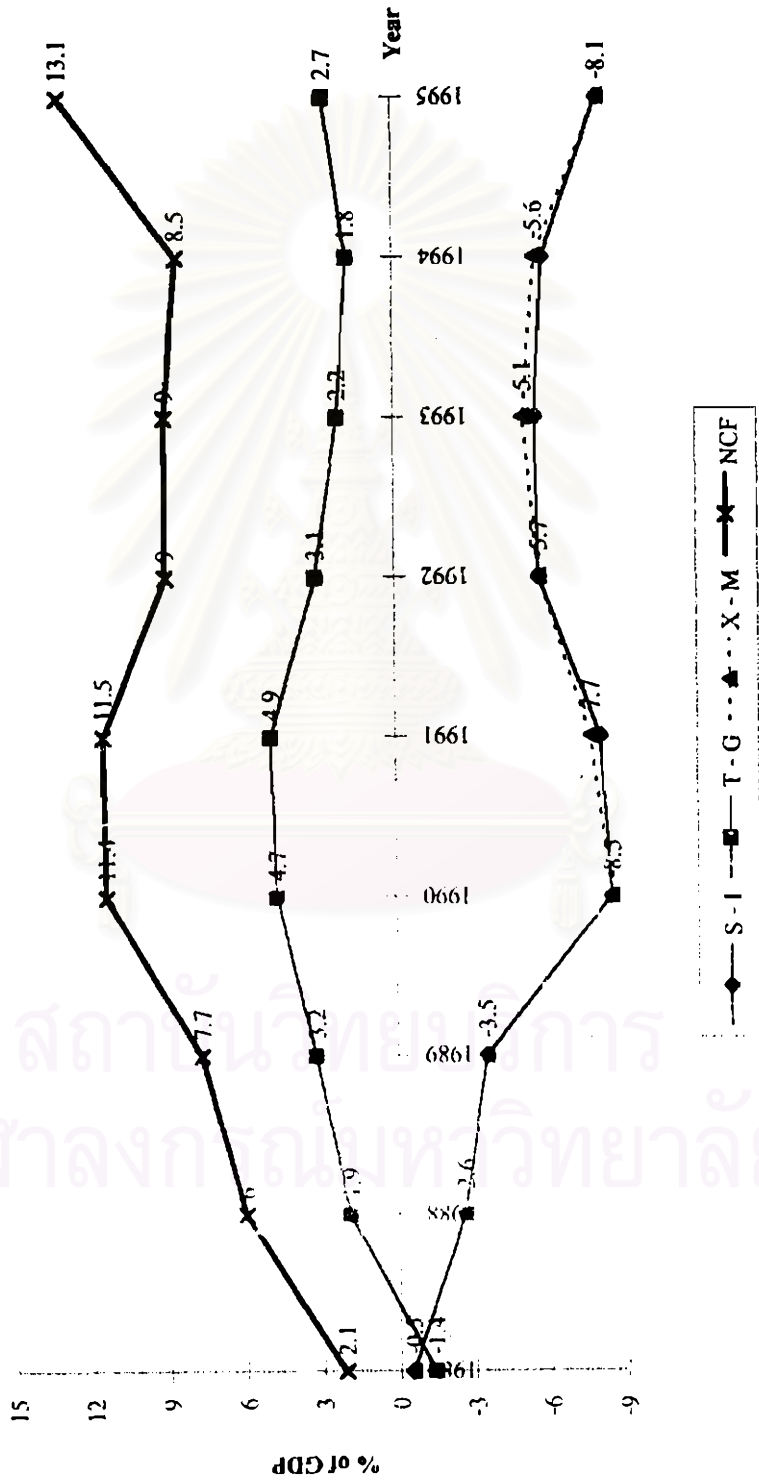


ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ประเทศไทยมีการพัฒนาให้ประเทศมีความเป็นอุตสาหกรรมมากขึ้น อุปสงค์ต่อปัจจัยการผลิตและเทคโนโลยีต่างๆ ที่ไม่สามารถหาได้ในประเทศย่อมมีมากขึ้น และแน่นอนสิ่งที่จะช่วยให้ได้มาซึ่งสิ่งเหล่านี้เพื่อการพัฒนาประเทศเป็นไปอย่างราบรื่นสมบูรณ์ก็คือ เงินทุน โดยที่ผ่านมามีประเทศไทยมีการขยายตัวของการลงทุนอย่างมาก อุปสงค์ของเงินทุนเพื่อการลงทุนจึงขยายตัวเพิ่มเกินกว่าระดับของเงินออมที่มีอยู่อย่างจำกัดภายในประเทศ เกิดปัญหาช่องว่างระหว่างจำนวนเงินออมและจำนวนเงินลงทุน หรือ saving-investment gap จึงทำให้ต้องอุดช่องว่างดังกล่าวด้วยการพึ่งพิงเงินออมหรือเงินทุนจากต่างประเทศ (Foreign Capital) เพื่อหล่อเลี้ยงให้การลงทุนสามารถดำเนินต่อไปได้ และโดยเฉพาะในปัจจุบันประเทศไทยต้องเผชิญกับปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่อยู่ในระดับสูงประมาณกว่าร้อยละ 8 ต่อ GDP ยิ่งทำให้เงินทุนจากต่างประเทศเป็นสิ่งจำเป็นมากยิ่งขึ้นเพื่อชดเชยปัญหาการขาดดุลดังกล่าว หรือเพื่อช่วยให้ประเทศมีเงินทุนเพียงพอกับรายจ่ายที่เกิดขึ้น

จาก รูปที่ 1.1 จะเห็นได้ว่าเส้น $X - M$ ที่แสดงถึงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP และเส้น $S - I$ ที่แสดงช่องว่างระหว่างเงินออมและเงินลงทุนต่อ GDP แทบจะเป็นเส้นเดียวกันโดยช่องว่างและการขาดดุลดังกล่าวถูกชดเชยด้วยการนำเงินลงทุนสุทธิจากต่างประเทศที่แทนด้วยเส้น NCF (Net Capital Flow) และจุดที่นำสังเกตคือ ลักษณะของเส้น NCF ดังกล่าวจะคล้ายกับเส้น $X - M$ และ เส้น $S - I$ แต่เป็นไปในทางตรงข้าม ซึ่งก็แสดงให้เห็นว่ายิ่งช่องว่างระหว่างเงินออมและเงินลงทุนกว้างขึ้น หรือมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากขึ้นเพียงใด ประเทศยังต้องมีการนำเงินลงทุนสุทธิจากต่างประเทศมากขึ้น โดยเงินทุนนี้เข้าส่วนที่เหลือจากการชดเชยดังกล่าว ก็จะอยู่ในรูปของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่มีมากขึ้นเรื่อยๆ

รูปที่ 1.1 การขาดดุลการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและ
ช่องว่างเงินออม ด้วยเงินทุนไหลเข้าสุทธิ



ที่มา : ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

จำนวนเงินทุนสุทธิ (Net Capital Flow) ที่ไหลเข้ามาในประเทศไทยมีจำนวนมากขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 1987 จนในปัจจุบันเฉลี่ยต่อปีแล้วมีเงินทุนสุทธิไหลเข้ามาประมาณร้อยละ 8 ต่อ GDP ซึ่งเมื่อเทียบกับระยะเมื่อ 5 ปีก่อนปี 1987 เงินทุนที่ไหลเข้ามาสุทธิมีเพียงร้อยละ 2% ต่อ GDP เท่านั้น (Nijathaworn, 1995) ที่เป็นเช่นนี้เพราะในช่วงกว่า 10 ปีที่ผ่านมา มีการย้ายฐานการผลิตทั้งจากญี่ปุ่นและประเทศอื่นๆ ในอาเซียนที่มีต้นทุนการผลิตอยู่ในระดับสูงกว่าเข้ามาอาศัยต้นทุนการผลิตของไทยที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบ

นอกจากนั้นการเข้ามาหากำไรจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย และผลตอบแทนในหลักทรัพย์ ในลักษณะ Portfolio Investment ก็เป็นอีกปัจจัยที่สำคัญเช่นกัน เพราะเห็นว่าประเทศไทยมีพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดีนำเข้ามาลงทุน อีกทั้งมีการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น จึงเอื้ออำนวยให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นไปได้สะดวกยิ่งขึ้น และโดยเฉพาะในระยะที่ผ่านมา ระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูง¹ เมื่อเทียบกับระดับอัตราดอกเบี้ยของต่างประเทศที่กำลังลดลงก็ยิ่งดึงดูดให้มีเงินทุนไหลเข้ามากขึ้น ตามหลักการที่ว่าเงินทุนย่อมไหลไปสู่ที่ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าเสมอ

และจนมาเมื่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกเริ่มชะลอตัวลงในปี 1990 ทำให้การเข้ามาของเงินทุนในลักษณะ Portfolio Investment ตกต่ำสุดในรอบ 10 ปี คือในปี 1991 การเข้ามาลงทุนดังกล่าวเหลือเพียง 163 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ดังตารางที่ 1.2 แต่ในช่วงเวลาเดียวกันกลับมีเงินทุนไหลเข้าที่เกิดจากการก่อหนี้ระหว่างประเทศมากขึ้น หรือนับว่าเป็นอีกที่มาหนึ่งของเงินทุนจากต่างประเทศที่เริ่มทวีความสำคัญมากขึ้น เช่นในปี 1990 - 1991 การก่อหนี้ดังกล่าวนี้มีเกือบครึ่งหนึ่งของเงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิของภาคเอกชน คือประมาณกว่า 4.5 และ 5.8 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ นอกจากนี้การเข้ามาหาประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย แสดงให้เห็นในบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (Non-Resident Bank Account) ก็มีความสำคัญที่มากขึ้นเรื่อยๆ เช่นกัน เงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิของภาคเอกชนเริ่มมีสัดส่วนสูงขึ้นไปเรื่อยๆ จนกระทั่งในระยะ 3 ปีที่ผ่านมา มีจำนวนมากที่สุดโดยเฉพาะเงินทุนไหลเข้าในส่วนของธนาคาร ซึ่งมีสูงถึงกว่า 13.9 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 1994 ทั้งนี้ก็เพราะในปี 1993 ได้มีการเปิดเสรีให้ทำธุรกรรม BIFs ขึ้นเป็นครั้งแรกในประเทศไทย ทำให้โครงสร้างของเงินทุนไหลเข้าแตกต่างจากก่อนหน้าปี 1994 ที่เงินทุนไหลเข้าสู่สิทธิกว่า 80% เป็นส่วนของภาคที่มีโชันาคาร และจากตารางที่ 1.1 ที่แสดง

¹ เพราะรัฐบาลต้องการควบคุมระดับอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศ

ตารางที่ 1.1 เงินทุนไหลเข้าสุทธิ ปี 1987 - 1995 (ล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ)

ปี	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
เงินทุนไหลเข้าสุทธิ	1083	3729	5553	9739	11337	10078	11250	12163	21864
(% ต่อ GDP)	2.1	6	7.7	11.4	11.5	9	9	8.5	13.1
เงินทุนไหลเข้าสุทธิภาครัฐบาล	200	-59	-295	-1244	1016	136	234	159	920
(% ต่อ GDP)	0.4	-0.1	-0.4	-1.4	1.1	0.1	0.2	0.1	0.5
เงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชน	883	3788	5848	10983	10321	9942	11016	12004	20944
(% ต่อ GDP)	1.7	6.1	8.1	12.8	10.4	8.9	8.8	8.4	12.6

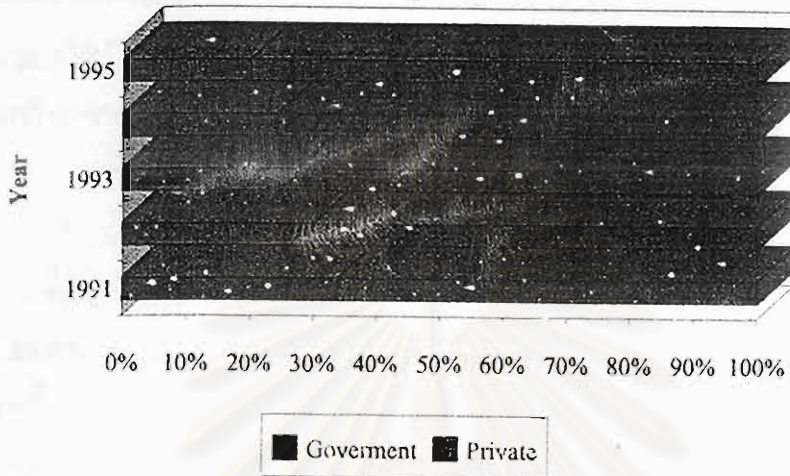
ตารางที่ 1.2 เงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชน (ล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ)

ปี	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
เงินทุนไหลเข้าสุทธิภาคเอกชน	883.0	3,788.0	5,848.0	10,983.0	10,321.0	9,942.0	11,016.0	12,004.0	20,944.0
ธนาคาร*	239.0	850.0	- 296.0	1,603.0	- 253.0	1,934.0	1,786.0	13,910.7	11,222.9
ไม่ใช้ธนาคาร	664.0	1,938.0	6,244.0	9,380.0	10,574.0	8,008.0	9,230.0	- 1,908.4	9,788.4
Direct Investment	182.0	1,082.0	1,731.0	2,402.0	1,866.0	2,017.0	1,358.0	901.0	1,188.8
Other Loans	-	619.0	188.0	1,842.0	5,661.0	2,846.0	- 1,810.0	- 5,832.6	1,416.5
Portfolio Investment	499.0	447.0	1,429.0	457.0	163.0	531.0	4,852.0	1,093.6	3,407.5
Non-Resident Baht Account	412.0	860.0	1,093.0	1,336.0	2,042.0	2,131.0	4,246.0	2,033.5	3,528.8
Others	170.0	361.0	149.0	650.0	842.0	453.0	584.0	- 103.8	246.7

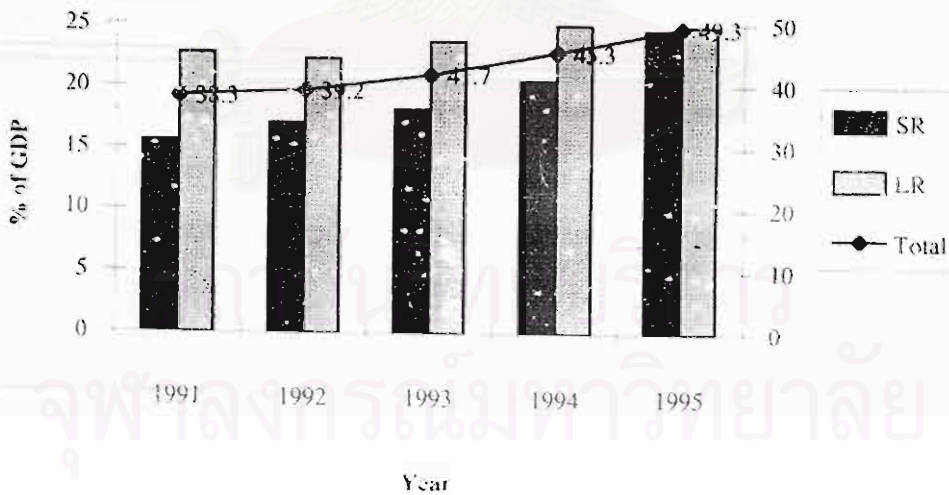
* หมายเหตุ : ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ * ตั้งแต่ปี 1993 ส่วนธนาคารรวม BIBFs เข้าไปด้วย

รูปที่ 1.2 สัดส่วนการถือหุ้นต่างประเทศ
ระหว่างภาครัฐบาลและเอกชน



รูปที่ 1.3 สัดส่วนหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาวต่อ GDP



ที่มา : ฝ่ายวิชาการ ธนาคารแห่งประเทศไทย

เงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิต่อ GDP ของทั้งภาครัฐบาลและเอกชนจะเห็นได้ว่าที่มาส่วนใหญ่ของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิของประเทศจะมาจากภาคเอกชนมากกว่าภาครัฐบาล

การก่อกำหนดดังกล่าวสามารถใช้เกณฑ์การจำแนกได้ 2 ประเภทคือ ถ้ามองตามผู้ก่อกำหนดแล้วจะพบว่าแบ่งได้เป็น ผู้ก่อกำหนดภาครัฐบาล และผู้ก่อกำหนดภาคเอกชน แต่ถ้าใช้เกณฑ์ระยะเวลาในการจำแนกก็จะจัดเป็นหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาว

จากรูปที่ 1.2 จะเห็นได้ว่าในช่วงปี 1991 - 1995 ภาคเอกชนมีสัดส่วนการก่อกำหนดที่มากกว่าภาครัฐบาลขึ้นทุกปี เช่น ในปี 1991 การก่อกำหนดของภาคเอกชนและภาครัฐบาล คิดเป็น 66.2% และ 33.8% ตามลำดับ จนมาในปี 1995 การก่อกำหนดของภาคเอกชนเพิ่มขึ้นเป็น 80.1% โดยที่การก่อกำหนดภาครัฐบาลลดลงเหลือเพียง 19.9% ที่เป็นเช่นนี้เพราะทั้งภาครัฐบาลและเอกชนมีสัดส่วนการออมต่อ GDP ค่อนข้างคงที่ในช่วงเวลาดังกล่าว ในขณะที่ภาคเอกชนมีอัตราการขยายตัวของการลงทุนในสัดส่วนที่สูงกว่าภาครัฐบาลขึ้นทุกปี จึงทำให้ภาครัฐบาลมีสัดส่วนการออมต่อ GDP มากกว่าการลงทุนต่อ GDP มาทุกปี ตรงข้ามกับภาคเอกชนที่มีสัดส่วนการลงทุนน้อยกว่าการออม (Poshyananda 1995) จึงทำให้ภาคเอกชนต้องพึ่งพิงเงินทุนหรือเงินกู้จากต่างประเทศในสัดส่วนที่มากกว่าภาครัฐบาล

ส่วนในกรณีหนี้ที่จำแนกออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ หนี้ต่างประเทศระยะสั้นและหนี้ต่างประเทศระยะยาวนั้นพบว่าสัดส่วนของหนี้ต่างประเทศระยะสั้นต่อหนี้ต่างประเทศทั้งหมดได้เพิ่มขึ้นจาก 40.6% ณ สิ้นปี 1991 เป็น 49.8% ณ สิ้นปี 1995 หรือแสดงให้เห็นว่าประเทศไทยมีการก่อกำหนดหนี้ระยะสั้นเพิ่มขึ้นประมาณ 166% ภายในระยะเวลาเพียง 4 ปี² และเป็นการเพิ่มขึ้นของยอดหนี้ระยะสั้นต่อ GDP จากรดับ 15.56% ในปี 1991 มาเป็น 24.77% ในปี 1995 ใน รูปที่ 1.3 กรณีเช่นนี้สามารถอธิบายได้ว่าในช่วงระยะเวลา 4 - 5 ปีที่ผ่านมาการก่อกำหนดต่างประเทศโดยเฉพาะหนี้ระยะสั้นสามารถทำได้สะดวกมากยิ่งขึ้น เพราะนอกจากหลักการก่อกำหนดของผู้ให้กู้ที่ว่า หนี้ระยะสั้นจะมีความเสี่ยงน้อยกว่าหนี้ระยะยาวแล้ว ปัจจัยที่สำคัญภายในประเทศก็เป็นสิ่งกระตุ้นให้เกิดการก่อกำหนดหนี้ระยะสั้นขึ้น โดยเฉพาะเป็นการก่อกำหนดต่างประเทศระยะสั้นผ่านทางธนาคารพาณิชย์ เช่น ปัจจัยจากการที่รัฐบาลได้ดำเนินนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ค่าของเงินบาทไม่เปลี่ยนแปลงมากนักเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์ หรือการที่ทางการผ่อนคลายการควบคุมการปริวรรตเงินตราภายในประเทศลง รวมทั้งปัจจัยบางอย่างที่ได้

² จาก 15.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในสิ้นปี 2534 มาเป็น 41.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี 2538

เคยกล่าวมาบ้างแล้วข้างต้นอันได้แก่ การคงอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศให้อยู่ในระดับสูง การเปิดเสรีทางการเงิน และการอนุญาตให้สถาบันการเงินเปิดดำเนินการวิเทศธนกิจ โดยปัจจัยเหล่านี้เป็นเหตุให้เอกชนที่ต้องการเงินทุนมักจะทำการกู้เงินจากต่างประเทศเพราะนอกจากจะกระทำได้ดีกว่าเดิมแล้ว ยังได้อัตราดอกเบี้ยในอัตราที่ถูกลงกว่า และความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างน้อยอีกด้วย ยิ่งกว่านั้นลักษณะของการทำธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ที่มักจะทำจำกัดอายุสินเชื่อบุคคลให้สั้นลง เพื่อความยืดหยุ่นหรือความคล่องตัวในการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขการกู้ยืมดังนั้นโครงสร้างหนี้ต่างประเทศของไทยในระยะหลังนี้จึงมีส่วนเป็นหนี้ระยะสั้นมากขึ้น

ภาวะการณ์เช่นนี้ส่งผลให้ประเทศต้องรับภาระทั้งจากอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงจากความผันผวนของเงินทุนระยะสั้นที่เกิดจากหนี้ดังกล่าวต่อระบบเศรษฐกิจมากขึ้นตามไปด้วย

ผลที่เกิดขึ้นจากเงินทุนที่ไหลเข้ามานั้น นอกจากจะมีข้อดีที่เราปรารถนาแล้วยังมีข้อเสียที่ควรพิจารณาควบคู่ไปด้วย Schadler (1993) ได้กล่าวไว้ว่าลักษณะและผลกระทบของเงินทุนที่เข้ามาในประเทศนั้นจะเกิดขึ้นและกระจายต่อไปสู่ทุกภาคของระบบเศรษฐกิจเพราะถ้ามีการดำเนินนโยบายเพื่อกระตุ้นให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนมากขึ้นเท่าใด การลงทุนและอัตราการลงทุนของเศรษฐกิจของประเทศก็จะได้รับผลดีมากขึ้น อย่างไรก็ตามจะเกิดผลเสียต่อสภาพทางเศรษฐกิจมากขึ้นตามไปด้วยถ้าไม่มีการควบคุมเงินทุนนั้นอย่างถูกวิธี หรือเงินทุนที่เข้ามานั้นเป็นเงินทุนระยะสั้นที่เกิดความผันผวนได้ง่ายและยากต่อการควบคุม

ผลกระทบที่เกิดขึ้นนี้สามารถจำแนกได้เป็น 3 ประการ ในประการแรกจะเกิดผลกระทบต่อภาคการเงินของประเทศ เพราะเมื่อการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศนั้นเกิดขึ้นในปริมาณที่มากอย่างต่อเนื่องมาเป็นเวลานาน จะกระทบตรงต่อเงินสำรองระหว่างประเทศ ปริมาณเงินที่หมุนเวียนภายในประเทศและสภาพคล่องทางการเงินของประเทศ ทั้งในตลาดหลักทรัพย์ ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนและในบัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานต่างประเทศ (Non-Resident Bank Account) โดยจะทำให้ราคาของหลักทรัพย์และสินทรัพย์ภายในประเทศสูงขึ้น ค่าเงินที่แท้จริงของประเทศจะแข็งตัวขึ้น และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะอยู่ในอัตราที่สูงขึ้น อันจะผลักดันให้อุปสงค์รวมของคนในประเทศสูงขึ้นซึ่งปัญหาเงินเฟ้อก็จะเกิดขึ้นตามมา และจากผลกระทบของการแข็งตัวของค่าเงินที่แท้จริงนี้จะกระทบต่อถึง ประการที่สองคือ ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริงของประเทศ อันได้แก่ ระดับการจ้างงาน ระดับผลผลิต และส่วนหนึ่งของรายได้ที่เกิดจากการส่งออกของประเทศและการนำเข้า ซึ่งก็จะโยงถึงผลกระทบที่มีต่อดุลบัญชี

เดินสะพัดของประเทศ แล้วแต่ว่าอุปสงค์รวมของประเทศที่สูงขึ้นนั้น สาเหตุมาจากการที่มีการลงทุนเพิ่มสูงขึ้นหรือการบริโภคที่สูงขึ้น

ส่วนผลกระทบประการสุดท้าย จะเกิดขึ้นจากการที่ธนาคารกลางของประเทศไทยไม่สามารถจะดำเนินนโยบายทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพเต็มที่ หรือเป็นการยากยิ่งขึ้นที่จะดำเนินนโยบายเพื่อจะควบคุมหรือรักษาให้เกิดเสถียรภาพทั้งภายในและภายนอก เพราะถ้ายิ่งประเทศมีการเปิดเสรีทางการเงินมากขึ้น หรือมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกประเทศได้เสรีมากขึ้นเท่าใด ประสิทธิภาพของนโยบายทางการเงินยิ่งลดลงมากเท่านั้น (Porter 1974) นอกจากนี้ ปัญหาหลักที่ต้องคำนึงถึงก็คือ ผลกระทบจากเงินทุนที่เข้ามาเหล่านี้ไม่ได้เป็นผลที่เกิดขึ้นทางเดียว แต่เป็นผลที่สามารถย้อนกลับไปทำให้เงินทุนจากต่างประเทศที่ไหลเข้ามาโดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนระยะสั้นจากการเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยนและการหาประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเกิดความผันผวนมากยิ่งขึ้น หรือแม้กระทั่งทำให้การไหลเข้าของเงินทุนระยะยาวเกิดการชะลอตัวลงได้ ดังนั้นการศึกษามลกระทบทั้งทางไปและกลับนี้ รวมทั้งสภาพการทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงในประเทศไทย จะช่วยให้เกิดความเข้าใจที่ถูกต้องว่า โอกาสที่ประเทศไทยจะประสบกับวิกฤตการณ์ทางการเงิน ดังเช่นที่เกิดในประเทศ Mexico หรือไม่

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ และระดับอัตราแลกเปลี่ยน โดยจะมุ่งไปที่ประเด็นต่างๆ ดังนี้

1. ปัจจัยหลักที่มีส่วนกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของไทย
2. ระดับประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินจากการนำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศทั้งระยะสั้นและระยะยาว และระดับของการทำ Sterilization ของไทย
3. ผลกระทบที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทยจากการนำเข้าเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาในที่นี้จะศึกษาเฉพาะในส่วนของบัญชีเงินเคลื่อนย้าย (Financial Account)³ หรือในส่วนของเงินทุนไหลเข้าของภาคเอกชนเท่านั้น และผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการเคลื่อนย้ายของเงินทุนจากต่างประเทศจะเป็นเฉพาะผลต่อภาคการเงินของประเทศ เช่น ผลที่มีต่อค่าเงินบาทที่แท้จริง สภาพคล่องของระบบการเงิน และประสิทธิผลของนโยบายการเงิน ส่วนระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาจะครอบคลุมในช่วงปี 1985 - 1995 เพราะปี 1985 เป็นปีแรกภายหลังจากที่ประเทศไทยเปลี่ยนมาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่อิงกับตรกรัาเงิน นอกจากนั้นยังเป็นช่วงที่การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) เริ่มชะลอลดลง แต่การลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) เริ่มมีบทบาทมากขึ้น อีกทั้งเงินกู้ที่เข้ามาในช่วงนี้ส่วนของภาครัฐบาลเริ่มชะลอลดลง ในขณะที่ภาคเอกชนเริ่มขยายตัวมากขึ้น จึงมีผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายของภาคเอกชนมีสัดส่วนมากกว่าภาครัฐบาลมากในบัญชีเงินทุนเคลื่อนย้ายทั้งหมด ดังนั้นการศึกษานี้จึงพิจารณาแต่เพียงเฉพาะเงินทุนเคลื่อนย้ายของภาคเอกชนเป็นหลัก

คำจำกัดความและกรอบแนวคิดที่ใช้ในการวิจัย

ความหมายของคำที่ใช้ในการศึกษานี้มี ดังนี้

เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิของภาคเอกชนรวม (NFP) - คือ การไหลเข้าของเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศโดยประกอบไปด้วย เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิของภาคเอกชนในภาคที่มีโชรนาคารในระยะสั้นและระยะยาว และเงินทุนเคลื่อนย้ายในส่วนที่เกิดจากธนาคารและธุรกิจ (BIBFs)

เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิของภาคเอกชนในระยะสั้น (SCF) - เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิระหว่างประเทศที่เกิดจาก สินเชื่อการค้า (trade credit) บัญชีเงินฝากของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ (non-resident bank account) เงินกู้ระยะสั้น และผลต่างระหว่างตราสารหนี้และหุ้นกู้

³ เนื่องจากปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้แบ่งบัญชีในส่วนนี้ออกเป็น 2 ประเภทคือ บัญชีเงินเคลื่อนย้าย (Financial Account) และ บัญชีทุนเคลื่อนย้าย (Capital Account)

เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิของภาคเอกชนในระยะยาว (LCF) - เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิระหว่างประเทศที่เกิดจาก การลงทุนทางตรง การลงทุนในหลักทรัพย์ในส่วนของ การลงทุนในหุ้น (equity securities) เงินกู้ระยะยาว และหุ้นกู้ (debenture)

เงินกู้ระยะสั้น - หนี้ระยะสั้นที่เกิดขึ้นกับภาคเอกชน โดยในปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้ตีความตามกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ว่าเป็นสัญญาเงินกู้ต่างประเทศที่มีอายุ 1 ปีและต่ำกว่า

เงินกู้ระยะยาว - หนี้ระยะยาวที่เกิดขึ้นกับภาคเอกชนโดยเป็นสัญญาเงินกู้ต่างประเทศที่มีอายุมากกว่า 1 ปี

อัตราแลกเปลี่ยน - ระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่ใช้ตลอดการศึกษานี้จะเป็นอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Direct Quotation ระหว่างประเทศไทยกับประเทศสหรัฐอเมริกา คือ วัตถุประสงค์ของหนึ่งหน่วยเงินสกุลดอลลาร์ด้วยหน่วยของเงินสกุลบาท (บาท / ดอลลาร์) ดังนั้น เมื่ออัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวสูงขึ้นย่อมหมายถึงการที่เงินบาทมีค่าอ่อนลงหรือเงินดอลลาร์สหรัฐมีค่าแข็งขึ้น

Sterilized foreign exchange operation (SF XO)

เป็นกระทำของธนาคารกลางเพื่อป้องกันผลกระทบอันอาจเกิดจากการที่ฐานเงินของประเทศมีการเปลี่ยนแปลง โดยการแลกเปลี่ยนระหว่าง domestic bond ด้วย foreign bond หรือในทางกลับกัน การกระทำดังกล่าวจะรวมทั้งวิธี Open Market Operation (OMO) และ Foreign Exchange Operation (FXO) ที่เป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างเงินภายในประเทศกับพันธบัตรภายในประเทศ และการแลกเปลี่ยนระหว่างเงินภายในประเทศกับพันธบัตรต่างประเทศตามลำดับเพื่อใช้ควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศให้เป็นไปตามนโยบายที่วางไว้ ตัวอย่างเช่น ถ้าทำการขยายปริมาณเงินด้วยวิธี FXO คือ การรับซื้อพันธบัตรต่างประเทศด้วยเงินตราของประเทศ ซึ่งกรณีนี้จะทำให้เงินในระบบมีมากขึ้นแต่ พันธบัตรต่างประเทศในระบบจะน้อยลง ถ้าต้องการให้ฐานเงินในประเทศคงเดิมต้องทำการลดปริมาณเงินโดย OMO คือธนาคารกลางขายพันธบัตรในประเทศออกไปเพื่อดูดเม็ดเงินออกจากระบบ ดังนั้นผลสุดท้ายของการทำ SF XO นี้จะทำให้เงินในระบบไม่มีการเปลี่ยนแปลง แต่จะทำให้ในระบบมีพันธบัตรต่างประเทศน้อยลงและพันธบัตรภายในประเทศเพิ่มปริมาณมากขึ้น ซึ่งจะมีผลต่อไปทำให้ ค่าเงินของประเทศอ่อนตัวลงจากการที่พันธบัตรต่างประเทศในระบบน้อยลง และจากการที่ประเทศมีพันธบัตรภายในประเทศมากขึ้นย่อมทำให้ราคาพันธบัตรภายในประเทศต่ำลงและผลตอบแทนของพันธบัตรในประเทศสูงขึ้นก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงขึ้น แนวคิดดังกล่าวนี้จะอยู่ในทฤษฎี Portfolio

Balance แต่ถ้าเป็นกรณีทฤษฎีการเงิน Monetary Theory ที่มองว่าพันธบัตรทั้งในและต่างประเทศไม่มีความแตกต่างกันดังนั้นระดับของอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนจะไม่เปลี่ยนแปลงเช่นเดียวกันกับปริมาณเงิน

กรอบแนวคิดของการศึกษานี้จะตั้งอยู่บนทฤษฎีการเงิน (Monetary Theory Approach) ที่ให้ความสำคัญแก่ตลาดเงิน (money market) เป็นหลักจึงสะดวกในการปรับใช้กับประเทศไทยที่เป็นประเทศกำลังพัฒนาขนาดเล็ก และตลาดสินทรัพย์ (asset market) ที่ยังพัฒนาไม่เต็มที่ โดยทฤษฎีการเงินดังกล่าวมีข้อสมมติหลักดังนี้

- การเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศเป็นไปโดยสมบูรณ์ (perfect capital mobility)
- การทดแทนกันของสินทรัพย์ภายในประเทศและสินทรัพย์จากต่างประเทศเป็นไปอย่างสมบูรณ์ (perfect substitution) ดังนั้นพันธบัตรของทั้ง 2 ประเทศจะมีความเสี่ยงเท่ากัน
- ระบบการทำงานของดุลการชำระเงิน (balance of payment) จะปรับตัวจนตลาดเงินภายในประเทศอยู่ในดุลยภาพและมีประสิทธิภาพเสมอ
- ไม่มีความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากอัตราแลกเปลี่ยน (no exchange rate risk)

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศและระดับอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงของไทย นอกจากนั้นยังทำให้เข้าใจถึงปัจจัยหลักที่มีส่วนกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของไทย รวมทั้งผลกระทบของการนำเข้าเงินทุนจากต่างประเทศทั้งระยะสั้นและระยะยาวต่อการดำเนินนโยบายการเงินและค่าเงินบาทที่แท้จริง พร้อมทั้งทราบถึงระดับของการทำ Sterilization ของประเทศไทย และประโยชน์ในส่วนสุดท้ายคือทำให้ตระหนักถึงสถานการณ์ทางการเงินที่แท้จริงของประเทศไทย พร้อมทั้งแนวทางการวางนโยบายและมาตรการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศให้เกิดประโยชน์สูงสุด

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาในที่นี้จะวิเคราะห์เงินทุนไหลเข้าสุทธิของภาคเอกชนทั้งระยะสั้นและระยะยาวกับตัวแปรมหภาคอันได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ การขยายตัวของรายได้ประชาชาติ การคาดการณ์การลดค่าของเงิน ภาระหนี้ต่างประเทศของภาครัฐบาล การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และสิน

เชื้อสุทธิภายในประเทศ โดยอาศัยแบบจำลองมหภาคของเงินทุนไหลเข้าในระบบสมการ (Simultaneous Equation) มาประมาณด้วยวิธี TSLS เพื่อวิเคราะห์ถึงปัจจัยที่กำหนดการเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศของไทย ผลกระทบของเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวต่อระบบการเงินและการดำเนินนโยบายการเงิน ระดับการทำ Sterilization ของธนาคารแห่งประเทศไทย และผลของการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศที่มีต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงซึ่งอาศัยดัชนีอัตราแลกเปลี่ยนถ่วงน้ำหนัก (real effective exchange rate index) ที่คำนวณได้มาวิเคราะห์ผลดังกล่าว การวิเคราะห์ดังกล่าวใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ ไตรมาสแรกของปี 1985 จนถึงไตรมาสที่สี่ของปี 1995 โดยศึกษาถึงผลกระทบของการเปิดเสรีทางการเงินอย่างเป็นทางการเมื่อปี 1990 และการเปิด SIBFs ปี 1993 ด้วยว่ามีผลต่อการไหลเข้าของเงินทุน ระดับการ Sterilization และการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อมีเงินทุนไหลเข้าอย่างไร

ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ประกอบไปด้วยส่วนต่าง ๆ ดังนี้คือ บทที่หนึ่ง กล่าวถึงปัญหาและความสำคัญ จุดประสงค์ของการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอบเขตของการศึกษา คำจำกัดความและกรอบแนวคิดที่ใช้ในการศึกษา ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ วิธีการศึกษาโดยย่อ รวมทั้งโครงสร้างของวิทยานิพนธ์นี้ ในบทที่สองให้เป็นส่วนของภาคทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง บทที่สามครอบคลุมวิธีการศึกษา ซึ่งจะประกอบไปด้วยรูปแบบจำลองและความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ผลการประเมินค่ารูปแบบจำลองและคำอธิบายจะปรากฏอยู่ในบทที่สี่ ส่วนในบทที่ห้าเป็นบทสรุปสุดท้ายพร้อมข้อคิดเห็นและเสนอแนะ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย