

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของการศึกษา

ประเทศไทยมีการพัฒนาเศรษฐกิจที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วเฉลี่ยประมาณร้อยละ 7 ต่อปี มาตั้งแต่ปี พ.ศ.2504-2539 (สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, 2546) ก่อนประสบกับวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ.2540 ทั้งนี้เป็นผลมาจากการตั้งเป้าหมายตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 1-7 ที่มุ่งเน้นการเพิ่มขึ้นของรายได้ประชาชาติเป็นสำคัญ โดยการเร่งจัดสรรทรัพยากรที่ยังไม่ถูกนำมาใช้ให้เข้าสู่กระบวนการทางเศรษฐกิจ แต่การเร่งรัดการเจริญเติบโตดังกล่าวต้องอาศัยการลงทุนที่สูงจนเกินเงินออมของประเทศ ทำให้ต้องพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศเป็นจำนวนมากเพื่อมาชดเชยส่วนของเงินออมที่ขาดไป ดังแสดงในรูป 1.1 นับตั้งแต่ปี พ.ศ.2528 เป็นต้นมา มูลค่าการลงทุนสูงกว่าปริมาณเงินออมมาตลอดทุกปี จากความต้องการเงินทุนดังกล่าวเป็นผลให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยมีความสัมพันธ์กับตลาดการเงินระหว่างประเทศมากขึ้น เนื่องจากเป็นแหล่งที่มาของเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาว

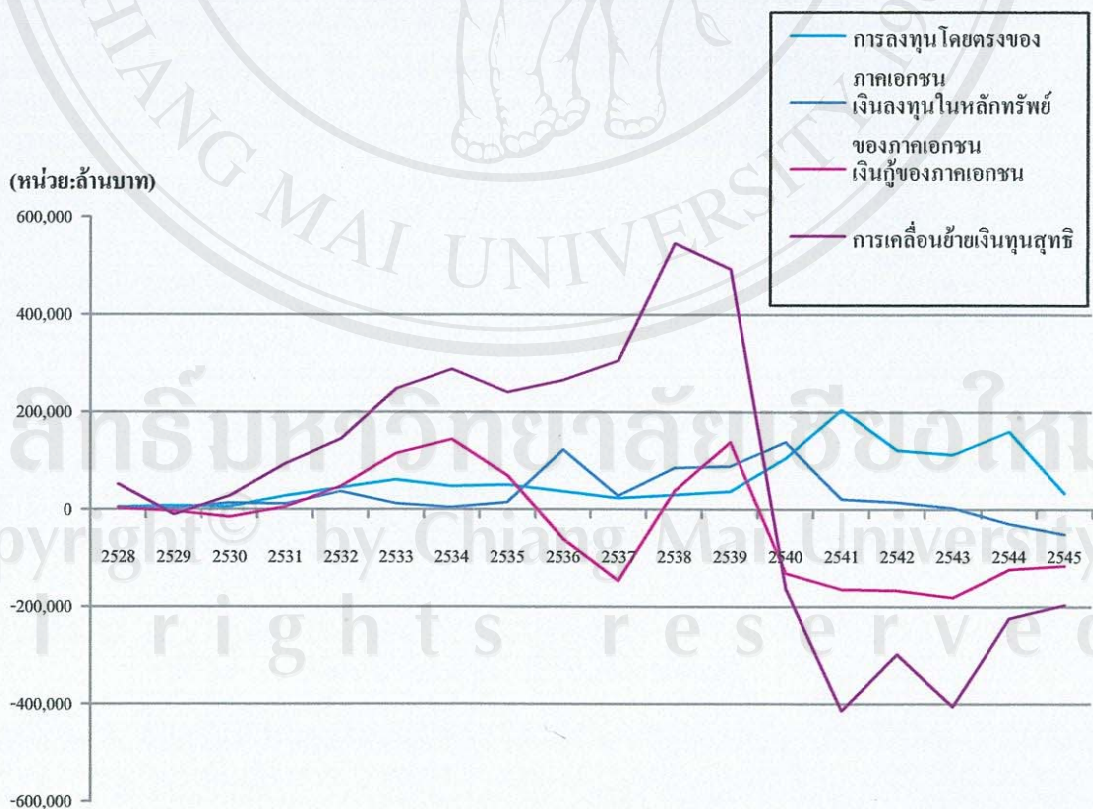
ผลของความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีด้านข้อมูลข่าวสาร ทำให้ตลาดการเงินทั่วโลกมีการเชื่อมโยงติดต่อกันอย่างใกล้ชิด เปรียบเสมือนเป็นตลาดการเงินเดียวกัน (Globalization) ประกอบกับความต้องการรูปแบบการบริการทางการเงินที่หลากหลายตามการเปลี่ยนแปลงของธุรกิจธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเล็งเห็นความจำเป็นในการพัฒนาระบบการเงินให้สามารถทำงานได้อย่างเสรีตามกลไกของตลาด โดยใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงิน (Financial Liberalization) ด้านการกำหนดอัตราดอกเบี้ย การควบคุมปริวรรตเงินตราและการทำธุรกรรมในตลาดการเงิน (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2535) เช่น การยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำอายุเกิน 1 ปี ของธนาคารพาณิชย์ในปี พ.ศ.2532 นับเป็นจุดเริ่มต้นของการดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งมีผลกระทบต่อเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ทั้งในรูปแบบของการลงทุนโดยตรงในการผลิตสินค้าและบริการ ตลอดจนเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และเงินกู้ โดยเงินทุนจากต่างประเทศจะอยู่บนพื้นฐานของผลตอบแทนและความเสี่ยง กล่าวคือถ้าภาวะเศรษฐกิจ เช่น อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ระดับราคาสินค้า อัตราแลกเปลี่ยน มีเสถียรภาพ และผลตอบแทน เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินปันผล และกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์สูงกว่าประเทศอื่น เงินทุนจะเคลื่อนย้ายเข้าสู่ประเทศ

รูป 1.1 แสดงมูลค่าการลงทุนและปริมาณเงินออม



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ.2546

รูป 1.2 แสดงปริมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุนสุทธิ



ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ.2546

ในทางตรงข้าม ถ้าอัตราผลตอบแทนต่ำหรือความเสี่ยงด้านภาวะเศรษฐกิจและการเมืองมีสูง เงินทุนจะเคลื่อนย้ายออกนอกประเทศ

การลดลงของข้อจำกัดทางการเงินดังกล่าวส่งผลให้ปริมาณการเคลื่อนย้ายเงินทุนสุทธิมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นระหว่างปี พ.ศ.2532-2539 ดังแสดงในรูป 1.2 พบว่าภาคเอกชนมีการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์มีการไหลเข้าของเงินทุนสูงขึ้นเกือบตลอด จนมาถึงปี พ.ศ.2540 เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินรัฐบาลได้ประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ มาเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นต่อระบบเศรษฐกิจและเสถียรภาพของค่าเงินบาท เห็นได้จากภาคเอกชนมีการไหลออกของเงินกู้ และมีปริมาณการลงทุนที่ลดลง ทั้งการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์ ส่งผลให้เงินทุนไหลออกสุทธิมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นระหว่างปี พ.ศ.2540-2545 ซึ่งสอดคล้องกับรูป 1.1 กล่าวคือมูลค่าการลงทุนของประเทศไทยมีการลดลงหลังปี พ.ศ. 2539 แสดงว่าการผ่อนคลายข้อจำกัดทำให้เงินทุนระหว่างประเทศสามารถไหลเข้าออกได้อย่างเสรีตามการผันผวนของผลตอบแทนและความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากปัจจัยความเสี่ยงทั้งในประเทศและต่างประเทศ

ดังนั้นปัจจัยความเสี่ยงต่างประเทศจึงมีส่วน ในการกำหนดราคาสินทรัพย์ของตลาดการเงินในประเทศผ่านการนำเข้าและส่งออกเงินทุน กล่าวคือถ้าอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศปรับตัวลดลงอันเนื่องมาจากปัจจัยความเสี่ยง เช่น มีสภาพคล่องส่วนเกินในตลาดการเงินโลก ส่งผลให้เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าประเทศทำให้ปริมาณเงินเพิ่มขึ้น จะนำมาซึ่งการปรับตัวลดลงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ อันสืบเนื่องมาจากปัจจัยความเสี่ยงนั้น โดยถ้าราคาของสินทรัพย์ในประเทศถูกกำหนดมาจากปัจจัยต่างประเทศเพียงอย่างเดียว ย่อมทำให้สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเท่ากันกับตลาดการเงินโลกมีผลตอบแทนที่เท่ากันด้วย ทั้งนี้เพราะกำหนดมาจากปัจจัยตัวเดียวกัน แสดงว่าตลาดการเงินในประเทศรวมตัวกับตลาดการเงินของโลก (Financial Market Integration) แต่ถ้าตลาดการเงินในประเทศแยกตัวออกจากตลาดการเงินของโลก (Financial Market Segmentation) ราคาของสินทรัพย์จะกำหนดมาจากปัจจัยในประเทศเท่านั้น (Pomanong, 2002) ซึ่งกรณีของประเทศไทยมีระบบเศรษฐกิจค่อนข้างเปิด ขนาดการรวมตลาดการเงินจึงควรมีค่าสูง และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามการผ่อนคลายข้อจำกัดทางการเงินมาเป็นลำดับ

เนื่องจากการรวมตลาดการเงินแสดงถึงผลกระทบของปัจจัยทางการเงินของโลก ที่มีต่อราคาสินทรัพย์ทางการเงินในประเทศ โดยมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นตัวเชื่อมระหว่างตลาดการเงินในประเทศกับตลาดการเงินต่างประเทศ ซึ่งอาจจะมีผลต่อประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย(สุพรรณิ, 2538) เช่น การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว โดย

การเพิ่มปริมาณเงิน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ กลับทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง เงินทุนเคลื่อนย้ายออกนอกประเทศ ปริมาณเงินเพิ่มขึ้นน้อยกว่าที่ควร จะเห็นได้ว่าการดำเนินนโยบายการเงินในขณะที่ตลาดการเงินรวมตัวกันประสิทธิภาพของนโยบายจะมีน้อยลง ดังนั้นนโยบายการคลังอาจเป็นเครื่องมือที่เหมาะสมมากกว่าในสถานการณ์ที่เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อวัดขนาดการรวมตลาดการเงินของประเทศไทย

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือหน่วยงานราชการสามารถใช้เป็นแนวทางในการวางแผนเพื่อควบคุมความผันผวนทางการเงินของประเทศไทย เช่น การจำกัดจำนวนเงินตราต่างประเทศที่จะนำออกนอกประเทศ เพื่อป้องกันไม่ให้ปริมาณเงินในประเทศลดลงอย่างรุนแรง

## 1.4 แหล่งที่มาของข้อมูลและขอบเขตการศึกษา

ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลอนุกรมประเภทรายเดือน โดยเก็บรวบรวมมาจากรธนาคารแห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลของรอยเตอร์จากศูนย์การเงินและการลงทุนของมหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ทำการศึกษาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2528 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2544 ครอบคลุมช่วงเวลาที่ประเทศไทยประกาศลดค่าเงินบาทในเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2527 ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนเข้าสู่ระบบตะกร้าเงิน ซึ่งอิงค่าเงินบาทกับอัตราแลกเปลี่ยนหลายสกุล รวมทั้งการดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังที่เริ่มดำเนินการตั้งแต่เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2532 เป็นต้นมา จนถึงภายหลังการประกาศเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัวภายใต้การจัดการ ในวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ.2540 รวมเป็นข้อมูลทั้งหมด 204 เดือน

## 1.5 นิยามศัพท์เฉพาะ

ระบบเศรษฐกิจปิด (Close Economy) หมายถึงไม่อนุญาตให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

ระบบเศรษฐกิจเปิด (Open Economy) หมายถึงไม่มีข้อจำกัดในการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

ระบบเศรษฐกิจทั่วไป (Semi-Open or Semi-Close Economy) หมายถึงอนุญาตให้เคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศได้ แต่จะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับนโยบายของแต่ละประเทศ

การเปิดเสรีทางการเงิน (Financial Liberalization) หมายถึงการพยายามลดข้อจำกัดทางการเงิน โดยลดบทบาทของทางการในการควบคุมหรือแทรกแซงตลาดการเงิน เพื่อปล่อยเสรีให้กลไกตลาดทำงานได้อิสระมากขึ้น กระตุ้นให้เกิดการแข่งขัน และจัดสรรทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การประกาศยกเลิกเพดานดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ของสถาบันการเงิน การผ่อนคลายการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น

ตลาดการเงิน (Financial Market) หมายถึงตลาดที่อำนวยความสะดวกในการโอนหรือเปลี่ยนมือของสินทรัพย์ทางการเงินจากบุคคลหนึ่งไปยังอีกบุคคลหนึ่ง โดยสินทรัพย์ทางการเงินนี้อาจจะออกโดยหน่วยธุรกิจ สถาบันการเงิน และรัฐบาล อาจแบ่งออกได้เป็น 2 ตลาด ได้แก่ ตลาดเงิน และตลาดทุน

ตลาดเงิน (Money Market) หมายถึงศูนย์กลางการกู้ยืมเงินทุนระยะสั้นเวลาการชำระคืนไม่เกินหนึ่งปี เช่น การซื้อลดเช็ค การเบิกเงินเกินบัญชี การกู้ยืมระยะสั้นระหว่างธนาคารและสถาบันการเงินอื่น เป็นต้น

ตลาดทุน (Capital Market) หมายถึงศูนย์กลางการกู้ยืมและให้กู้ยืมเงินระยะยาว โดยมีความยาวเวลาการชำระคืนเกินกว่าหนึ่งปี เช่น การซื้อขายพันธบัตร หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ เป็นต้น

ตลาดการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Market) หมายถึงแหล่งของกิจกรรมระหว่างประเทศในการซื้อขายแลกเปลี่ยน และกู้ยืมซึ่งเงินตรา หลักทรัพย์ และตราสารหนี้ทั้งระยะสั้นไม่เกินหนึ่งปีและระยะยาวเกินกว่าหนึ่งปี

การรวมตลาดการเงิน (Financial Market Integration) หมายถึงตลาดการเงินในประเทศรวมตัวกับตลาดการเงินของโลก โดยสินทรัพย์ใดๆ ที่มีความเสี่ยงเท่ากับตลาดการเงินโลกจะมีผลตอบแทนที่เท่ากันเปรียบเสมือนเป็นสินทรัพย์ในตลาดเดียวกัน หรือปัจจัยต่างประเทศมีอิทธิพลกำหนดราคาสินทรัพย์การเงินในประเทศ ทั้งนี้เนื่องมาจากความเจริญก้าวหน้าอย่างรวดเร็วทางเทคโนโลยีด้านการติดต่อสื่อสารรวมทั้งการลดระเบียบข้อบังคับและกฎเกณฑ์ของประเทศต่างๆ ในด้านต่างๆ ลง ทำให้เงินทุนระหว่างประเทศสามารถเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี

การแยกตลาดการเงิน (Financial Market Segmentation) หมายถึงตลาดการเงินในประเทศแยกตัวออกจากตลาดการเงินของโลกเปรียบเสมือนการปิดตลาด โดยมีปัจจัยในประเทศเป็นตัวกำหนดราคาของสินทรัพย์การเงินในประเทศ ทั้งนี้เนื่องจากการมีอยู่ของกฎระเบียบหรือข้อบังคับต่างๆ ที่เป็นอุปสรรคต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศของนักลงทุน