



ธนาคารแห่งประเทศไทย

สัมมนาวิชาการ ประจำปี 2555 : 24-25 กันยายน 2555

การพัฒนาระบบการเงินกับการเติบโตของเศรษฐกิจ

(Choosing the Right Financial System for Growth)

ดร. มานพ อุดมเกิดมงคล สายนโยบายการเงิน

ดร. นันทวัลย์ ศีรธนาพงศ์ สายนโยบายสถาบันการเงิน

ชานนทร์ บุญนุช สายนโยบายการเงิน*

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความคิดเห็นของผู้เขียน
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

บทคัดย่อ

บทความนี้จัดทำขึ้นเพื่อวาดภาพโครงสร้างระบบการเงินไทยในอนาคตที่เอื้อต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน โดยแบ่งเป็น 2 ส่วน ส่วนแรกเป็นการวิเคราะห์ในระดับมหภาค เพื่อศึกษาโครงสร้างระบบการเงิน ทั้งนี้ ข้อสรุปที่ได้ชี้ว่า ที่ผ่านมาระบบการเงินมีส่วนช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย ทั้งในแง่ของการลงทุนและการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต นอกจากนี้ มองไปข้างหน้า ระบบการเงินจำเป็นต้องพัฒนาระบบธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนไปพร้อมกัน เพื่อให้เกิดแรงส่งต่อเนื่องสู่การขยายตัวของเศรษฐกิจไทย

ในส่วนที่ 2 เป็นการวิเคราะห์ระดับจุลภาค เพื่อวิเคราะห์ในระดับสถาบันและผลิตภัณฑ์ทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ขนาดของธนาคารพาณิชย์ บทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่างชาติ ประเภทของผลิตภัณฑ์และบริการทางการเงิน และการขยายฐานธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ไทยในต่างประเทศ ที่จะช่วยส่งเสริมการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน การเติบโตของธุรกิจขนาดกลางและเล็ก การสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ รวมถึงการสนับสนุนบริษัทไทยไปลงทุนต่างประเทศ ซึ่งทั้งหมดนี้เป็นสิ่งสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจไทยอย่างยั่งยืน

* คณะผู้วิจัยขอขอบคุณผู้บริหารของสายนโยบายการเงินและสายนโยบายสถาบันการเงิน ที่ได้ให้ความรู้ ข้อคิดเห็น และคำแนะนำที่เป็นประโยชน์อย่างสูงต่อบทความ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ดร. ปฤษันต์ จันทน์หอม ดร. รุ่ง มัลลิกะมาส คุณวชิทธิพย์ พงษ์เพ็ชร และ ดร. ดอน นาคทรพร ที่ได้ให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการทำให้บทความนี้ สมบูรณ์ยิ่งขึ้น



BANK OF THAILAND

BOT Symposium 2011 : 24-25 September 2012

Choosing the Right Financial System for Growth

MANOP UDOMKERDMONGKOL

NUNTAWAN THIRATANAPONG

*CHARNON BOONNUCH**

The views expressed in this paper are those of the authors and do not necessarily represent those of the Bank of Thailand

Abstract

The purpose of this paper is to draw the structure of Thailand financial system to help achieve a future sustainable growth. This paper is divided into two sections, namely Macro and Micro Analysis. In the first part, the results from panel data regressions suggest that economic growth is associated with financial development. Financial development in terms of bank lending and market capitalization also creates capital growth and productivity. Going forward, bank and markets should be developed concurrently so as to provide a driving force for economic expansion.

Issues discussed in the Micro Analysis involve: bank size, role of foreign bank, financial products and services, and business expansion of Thai bank in foreign country. These could be used to support infrastructure investments, innovation, growth of SMEs, and Thai direct investment abroad, which are significant for Thailand's sustainable growth.

* The authors would like to thank the executives of Monetary Policy and Financial Institution Policy Groups for their comments. The authors are particularly grateful to Director Parisun Chantanahom, Director Roong Mallikamas, Director Wajeetip Pongpech and Dr. Don Nakornthab for their guidance and valuable suggestions. All remaining errors are the authors' own.

สารบัญ

1. บทนำ	1
2. การวิเคราะห์โครงสร้างระบบการเงิน	2
3. การวิเคราะห์ระดับสถาบันและผลิตภัณฑ์การเงิน	7
การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน	8
การขยายธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ในต่างประเทศ	15
การเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจขนาดกลางและเล็ก	17
การสร้างนวัตกรรม	20
4. บทสรุปและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย	22

การพัฒนาระบบการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Choosing the Right Financial System for Growth)

1. บทนำ

ธนาคารกลางมีหน้าที่สำคัญประการหนึ่ง คือ การดูแลรักษาเสถียรภาพในระบบการเงิน ซึ่งนอกจากจะมีเป้าหมายเพื่อให้ธนาคารพาณิชย์สามารถทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงิน เชื่อมโยงการออมสู่การลงทุนในประเทศ เพื่อสร้างความแข็งแกร่งต่อการเติบโตของเศรษฐกิจไทยแล้ว (Levine (1997)) ในแง่ของการดำเนินนโยบายการเงิน ระบบการเงินที่มีเสถียรภาพจะช่วยสนับสนุนการดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ ผ่านกลไกการส่งผ่านของนโยบายการเงิน (Transmission mechanism of monetary policy) อาทิ ช่องทางสินเชื่อ (Credit channel) และช่องทางมูลค่าสินทรัพย์ (Asset price channel) เพื่อให้การดำเนินนโยบายการเงินบรรลุวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้

อย่างไรก็ตาม การดูแลระบบการเงินให้มีเสถียรภาพไม่ได้หมายถึงเพียงการควบคุมและตรวจสอบให้การดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์เป็นไปตามกฎเกณฑ์ที่ตั้งไว้เท่านั้น แต่ความรับผิดชอบดังกล่าวยังครอบคลุมถึงการพัฒนาระบบการเงินให้เท่าทันการเปลี่ยนแปลงในภาคเศรษฐกิจจริง รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมเศรษฐกิจและการเงินโลก ซึ่งนอกจากจะช่วยเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับระบบการเงินแล้ว ยังจะสนับสนุนให้เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่าง

- **เข้มแข็ง (strong)** เพื่อให้ประเทศไทยก้าวข้าม middle income trap มุ่งสู่ประเทศที่มีระดับรายได้สูง (high-income country)
- **ยั่งยืน (sustainable)** เพื่อให้เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่างต่อเนื่อง ไม่ต้องประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจ และ
- **เอื้อประโยชน์ต่อคนทุกกลุ่มในประเทศ (inclusive)** เพื่อให้ทุกภาคส่วนของประเทศได้รับประโยชน์จากการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย

บทความนี้จึงมุ่งออกแบบโครงสร้างระบบการเงินไทยในอนาคตที่เอื้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยอย่างยั่งยืน ท่ามกลางสภาพแวดล้อมการเงินโลกที่เปลี่ยนแปลงไป และเอเชียจะมีบทบาทมากขึ้นในเวทีการค้าและตลาดการเงินระหว่างประเทศ โดยแบ่งการวิเคราะห์เป็น 2 ส่วน คือ

- (1) **การวิเคราะห์ระดับมหภาค** เพื่อวิเคราะห์โครงสร้างระบบการเงิน โดยใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติและงานวิจัยในอดีต ซึ่งข้อสรุปที่ได้ชี้ว่าระบบการเงินมีส่วนช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่ผ่านมา การระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์ช่วยเพิ่มการลงทุนได้สูงกว่า ขณะที่การระดมทุนผ่านตลาดทุนจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตได้สูงกว่า อย่างไรก็ตาม การพัฒนาระบบการเงินต้องพัฒนาทุกตลาดไปพร้อมกัน เพื่อให้เกิดแรงส่งต่อเนื่องสู่การขยายตัวของเศรษฐกิจ ทั้งนี้ หากระดับการพัฒนาประเทศยิ่งสูงขึ้น การระดม

ทุนผ่านธนาคารพาณิชย์จะมีความสำคัญน้อยลง แต่การระดมทุนผ่านตลาดทุนจะทวีความสำคัญมากยิ่งขึ้น

- (2) การวิเคราะห์ระดับจุลภาค เพื่อทำการวิเคราะห์ในรายละเอียดถึงระดับสถาบันและผลิตภัณฑ์ทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ขนาดของธนาคารพาณิชย์ บทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่างชาติ ประเภทของผลิตภัณฑ์และบริการทางการเงิน และการขยายฐานธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ไทยในต่างประเทศ ที่จะช่วยเอื้อต่อการเปลี่ยนแปลงของภาคเศรษฐกิจจริงในระยะต่อไป อาทิ การส่งเสริมการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน การเติบโตของธุรกิจขนาดกลางและเล็ก การสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ ตลอดจนการสนับสนุนบริษัทไทยไปลงทุนต่างประเทศ ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการสัมภาษณ์ผู้บริหารธนาคารพาณิชย์และธุรกิจขนาดใหญ่ เพื่อยืนยันผลการวิเคราะห์ว่าสอดคล้องกับความเป็นจริงอีกด้วย¹

การวิเคราะห์ทั้งหมดนี้เพื่อนำไปสู่ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย ซึ่งเป็นเรื่องสำคัญต่อการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยให้ก้าวไปข้างหน้าอย่างมั่นคงและไม่ตกขบวนรถไฟในรอบนี้

2. การวิเคราะห์โครงสร้างระบบการเงิน

ส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ในระดับมหภาค โดยใช้วิธีการ Panel data analysis และวิเคราะห์จากผลการศึกษาของงานวิจัยในอดีต เพื่อให้เห็นความสำคัญของระบบการเงินต่อการเติบโตของเศรษฐกิจไทยที่ผ่านมา ผลการศึกษาระบุว่าการพัฒนาระบบการเงินช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย โดยการระดมทุนผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ช่วยเพิ่มการลงทุนได้สูงกว่า ขณะที่การระดมทุนผ่านตลาดทุนช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตได้มากกว่า อย่างไรก็ตาม การพัฒนาระบบการเงินควรจะพัฒนาระบบธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนควบคู่กันไป เพื่อให้เกิดแรงส่งต่อเนื่องสู่การเติบโตของเศรษฐกิจไทย ทั้งนี้มองไปข้างหน้า หากระดับการพัฒนาของเศรษฐกิจไทยสูงขึ้น ความสำคัญของการระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์จะลดลง ขณะที่การระดมทุนผ่านตลาดทุนจะมีบทบาทสำคัญมากขึ้น โดยมีรายละเอียดการวิเคราะห์ดังนี้

(1) การพัฒนาระบบการเงินช่วยยกระดับการเติบโตของเศรษฐกิจ

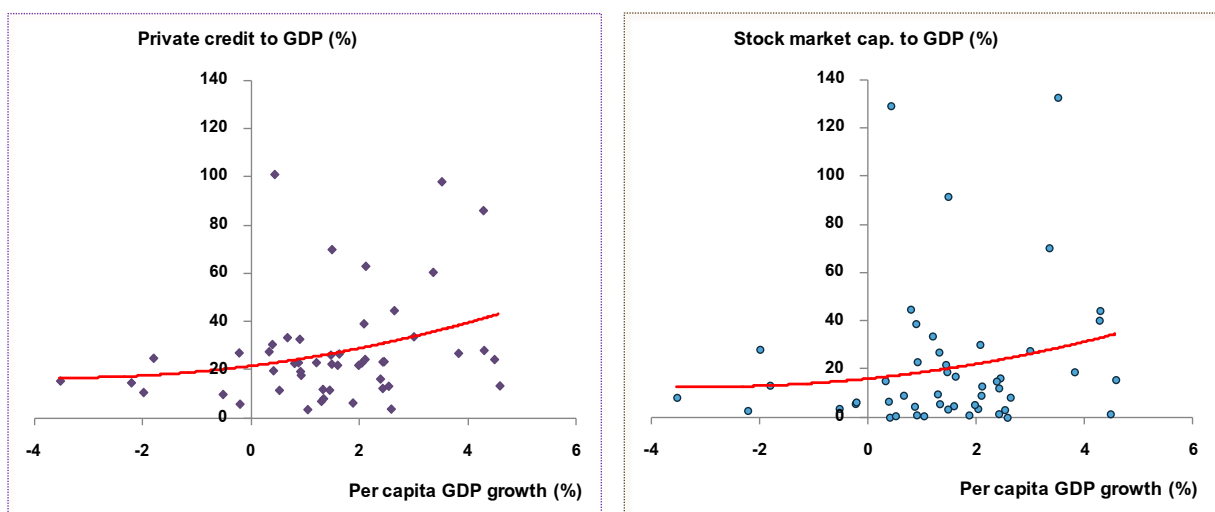
งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของการพัฒนาระบบการเงินที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ (Levine (1997) Papaioannou (2007) และ Zhuang et al (2009)) เนื่องจากระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพช่วยให้เกิดการรวบรวมเงินออมจากผู้ออมรายย่อยสู่การลงทุนขนาดใหญ่ (mobilization และ allocation) ด้วยต้นทุนที่ลดลง จากผลของการประหยัดจากขนาด (economies of scale) ทำให้ผู้ออมรายย่อยได้ผลตอบแทนทางการเงินที่สูงขึ้น และเป็นการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนอีกด้วย

¹ ภาคผนวกที่ 1 แสดงรายชื่อผู้บริหารธนาคารพาณิชย์และธุรกิจขนาดใหญ่

อีกทั้งระบบการเงินที่มีประสิทธิภาพยังช่วยลด information cost ทำให้เงินออมไหลรวมสู่ การลงทุนที่มีประสิทธิภาพ เกิดการจัดสรรทรัพยากรที่ดีขึ้น ที่สำคัญ คือ การลงทุนที่ใช้เงินทุนจาก ภายนอก (ระบบการเงิน) จะต้องผ่านการตรวจสอบ (monitoring) การดำเนินงานของธุรกิจอย่างใกล้ชิด จึงช่วยลดปัญหา agency problem สร้างความโปร่งใสในการทำงาน และยกระดับธรรมาภิบาลในภาค ธุรกิจให้สูงขึ้น เกิดประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร เพิ่มการค้าและการลงทุนในประเทศ และทำให้ เศรษฐกิจโดยรวมขยายตัวในที่สุด²

จากการวิเคราะห์ข้อมูลของประเทศกำลังพัฒนา 54 ประเทศ³ ตั้งแต่ปี 2523-2553 (รูปที่ 1) ซึ่งว่าการพัฒนาระบบการเงิน ทั้งระบบธนาคารพาณิชย์และตลาดทุน สนับสนุนการขยายตัวของ เศรษฐกิจ โดย Private credit to GDP และ Stock market capitalization to GDP มีความสัมพันธ์เชิง บวกต่อ Per capita GDP growth ของประเทศกำลังพัฒนาในช่วงเวลาดังกล่าว เห็นได้จากค่า Spearman's rank correlation ที่ 0.66 และ 0.48 ตามลำดับ

รูปที่ 1 การขยายตัวของรายได้ประชาชาติต่อหัวและการพัฒนาระบบการเงิน



ที่มา ข้อมูลจากธนาคารโลก คำนวณโดยผู้เขียน

² การพัฒนาระบบการเงินที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ ต้องอยู่บนรากฐานของเสถียรภาพในระบบการเงิน เพื่อไม่ให้เกิด ปัญหาในภาคสถาบันการเงินที่นำไปสู่วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ

³ ประเทศกำลังพัฒนา 54 ประเทศถูกเลือกบนพื้นฐานของข้อมูลที่เผยแพร่โดยธนาคารโลก (World Development Indicators) ได้แก่ Argentina Bangladesh Bolivia Botswana Brazil Bulgaria Chile China Colombia Costa Rica Cote d'Ivoire Ecuador Egypt El Salvador Ghana Guatemala India Indonesia Jamaica Jordan Kenya Kyrgyz Republic Latvia Lebanon Lithuania Macedonia Malawi Malaysia Mexico Moldova Mongolia Morocco Namibia Nepal Pakistan Panama Papua New Guinea Paraguay Peru Philippines Romania Russia South Africa Sri Lanka Tanzania Thailand Tunisia Turkey Uganda Ukraine Uruguay Venezuela Vietnam Zambia และกลุ่มตัวอย่างนี้จะใช้ในการวิเคราะห์ส่วนที่ 1 ทั้งหมด

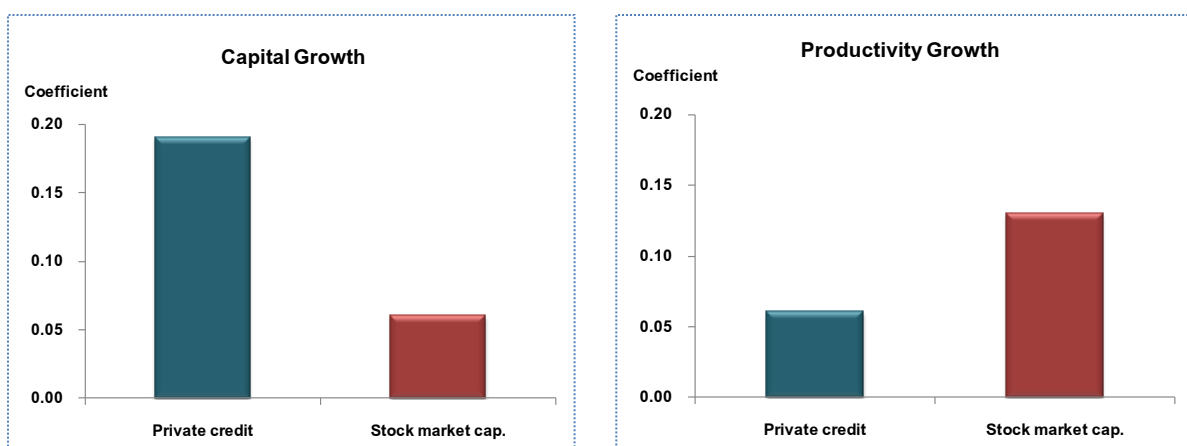
(2) การระดมทุนผ่านธนาคารจะช่วยเพิ่มการลงทุนได้สูงกว่า ขณะที่การระดมทุนผ่านตลาดทุนช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตได้มากกว่า

ในรายละเอียดของการเติบโตทางเศรษฐกิจ คำถามสำคัญ คือ ช่องทางการระดมทุนที่ต่างกันส่งผลต่อการสะสมทุนและประสิทธิภาพการผลิตเท่ากันหรือไม่ ทั้งนี้ Lin and Xu (2009) ได้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของธนาคารพาณิชย์ในการปล่อยสินเชื่อให้กับบริษัทที่ต้องการเงินทุน โดยเฉพาะในช่วงแรกของการพัฒนาประเทศ ซึ่งแม้แต่ประเทศกำลังพัฒนาที่มีระบบกฎหมายและมาตรฐานทางบัญชีไม่ดีเท่าที่ควร ธนาคารพาณิชย์ยังสามารถบังคับให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลที่เป็นต่อการพิจารณาสินเชื่อ รวมทั้งควบคุมไม่ให้บริษัทฉ้อโกงได้

อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพการผลิตจำเป็นต้องอาศัยการสร้างนวัตกรรม ซึ่งเป็นโครงการที่ใช้เวลานาน เงินลงทุนสูง และมีความเสี่ยงสูงที่จะไม่ประสบความสำเร็จ ทั้งในแง่ของการสร้างนวัตกรรมและการดำเนินธุรกิจ การระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์จึงมีบทบาทในจุดนี้ไม่มากนัก เพราะธนาคารพาณิชย์ต้องการเห็นความชัดเจนของการลงทุนภายใต้ความเสี่ยงที่จัดการได้ ทำให้โครงการที่ได้รับสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์มักจะมีความเสี่ยงและผลตอบแทนต่ำ แต่ตลาดทุนสามารถตอบสนองความต้องการในเรื่องนี้ได้ดีกว่า เนื่องจากสามารถระดมทุนจากนักลงทุนรายย่อย มีการกระจายความเสี่ยงที่ค่อนข้างดี และมีระบบการควบคุมตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการสร้างนวัตกรรมและการวิจัยและพัฒนา

คณะวิจัยทำการสร้างแบบจำลอง panel data regression โดยใช้วิธีการ The Arellano-Bond Dynamic Panel Data Estimator เพื่อประเมินความสำคัญของการระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนที่มีต่อการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและการลงทุนในประเทศกำลังพัฒนา (รายละเอียดปรากฏในภาคผนวกที่ 2) ผลการศึกษาชี้ว่า การระดมทุนผ่านธนาคารช่วยเพิ่มการลงทุนได้มากกว่าการระดมทุนที่ผ่านตลาดทุน ขณะที่ตลาดทุนจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตได้สูงกว่า (รูปที่ 2)

รูปที่ 2 Capital Growth, Productivity Growth and Financial Development: GMM, 1980-2010



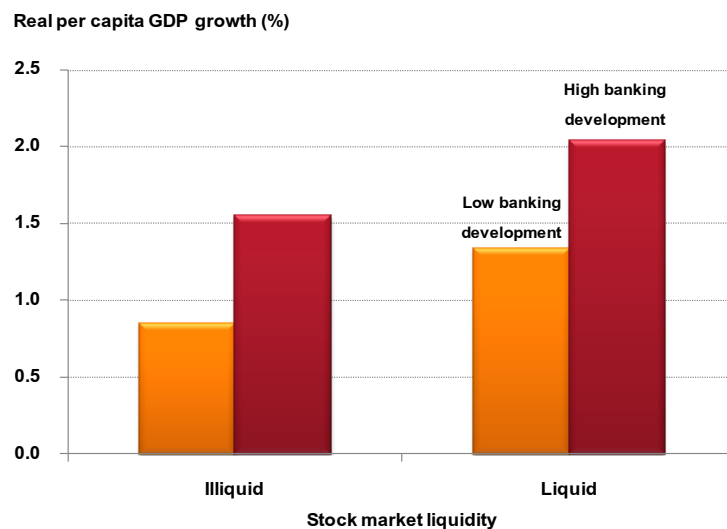
ที่มา ข้อมูลจากธนาคารโลก คำนวณโดยผู้เขียน

(3) การพัฒนาระบบการเงินจำเป็นต้องพัฒนาทุกตลาดไปพร้อมกัน

การพัฒนาระบบธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนต่างช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ แต่ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค ภาครัฐควรเลือกแนวทางการพัฒนาในลักษณะควบคู่กันไป (complementary) หรือไม่ จากรูปที่ 3 เห็นได้ว่าการพัฒนาระบบธนาคารพาณิชย์ควรควบคู่กันไปกับการพัฒนาตลาดทุน⁴ ประเทศกำลังพัฒนาที่ระบบธนาคารพาณิชย์พัฒนาไปค่อนข้างมาก หากมีตลาดทุนที่พัฒนาไปด้วยแล้ว อัตราการขยายตัวของรายได้ประชาชาติต่อหัวจะสูงกว่าประเทศที่ระบบการเงินพัฒนาเพียงด้านใดด้านหนึ่ง หรือด้อยพัฒนาทั้งคู่⁵ เนื่องจากภาคเอกชนในประเทศที่ระบบการเงินพัฒนาทั้งระบบธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนมีทางเลือกที่ดีกว่าในแง่ของการระดมทุน ทำให้ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจปรับลดลง ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ

นอกจากนี้ มองในภาพรวม การพัฒนาตลาดทุนในประเทศที่ระบบการเงินขับเคลื่อนโดยระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลักอย่างเช่นประเทศไทย น่าจะช่วยลดความเสี่ยงทางเศรษฐกิจหากประเทศประสบปัญหาวิกฤตในภาคธนาคาร เพราะยังมีตลาดทุนทำหน้าที่เชื่อมโยงการลงทุนกับการออม (spare-tire role) ทำให้เศรษฐกิจยังขยายตัวต่อไปได้

รูปที่ 3 การขยายตัวทางเศรษฐกิจและการพัฒนาของระบบการเงิน



ที่มา ข้อมูลจากธนาคารโลก คำนวณโดยผู้เขียน

⁴ ผู้เขียนได้สร้างแบบจำลองทางเศรษฐกิจเพื่อทดสอบสมมติฐาน โดยผลการศึกษาที่ได้ยืนยันข้อสรุปนี้เช่นกัน โปรดดูภาคผนวกที่ 3 สำหรับรายละเอียด

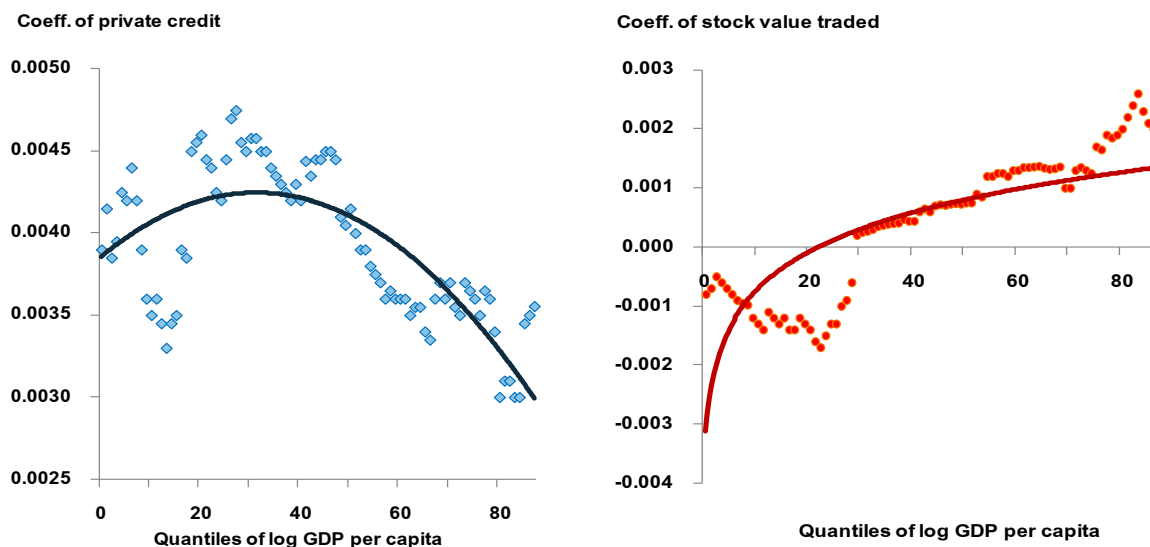
⁵ ผู้เขียนแบ่งว่าประเทศนั้นมีสภาพคล่องในตลาดทุนและสัดส่วนสินเชื่อภาคเอกชนต่อ GDP สูงหรือต่ำ โดยใช้ค่ามัธยฐาน (median) เป็นเกณฑ์

(4) ระดับการพัฒนาประเทศส่งผลต่อการพัฒนาระบบการเงิน

เป็นที่ยอมรับกันดีว่าการระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์มีความได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบเนื่องจากช่วยลด market friction ทำให้ความเสี่ยงในการกู้ยืมลดลง ด้วยหลักทรัพย์ค้ำประกันที่ผู้กู้ต้องยื่นก่อนที่จะได้รับการพิจารณาสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่การระดมทุนผ่านตลาดทุนจะช่วยกระจายความเสี่ยงของการลงทุนขนาดใหญ่ที่ให้ผลตอบแทนสูงและความเสี่ยงสูงได้ดีกว่า และยังเหมาะกับการส่งเสริมนวัตกรรมใหม่ๆ ซึ่งเป็นการผลิตสินค้าที่พึ่งพา intangible input

อย่างไรก็ตาม การศึกษาในอดีตยังไม่สามารถแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงถึงความเชื่อมโยงของระดับการพัฒนาประเทศและการพัฒนาระบบการเงิน จนกระทั่ง Demircuc-Kunt et al (2011) ได้ทำการรวบรวมข้อมูลจากประเทศกำลังพัฒนา 72 ประเทศ ตั้งแต่ปี 2523-2551 เพื่อเปรียบเทียบความสำคัญของการระดมทุนผ่านตลาดทุนกับธนาคารพาณิชย์ โดยใช้แบบจำลอง Quantile regression⁶ ข้อสรุปที่ได้ชี้ว่า ในขณะที่ประเทศกำลังพัฒนามีรายได้ประชาชาติต่อหัวสูงขึ้น การระดมทุนผ่านตลาดทุนก่อให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจ (economic activity) ที่วัดโดยรายได้ประชาชาติต่อหัวได้สูงกว่าที่ระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์ (รูปที่ 4) ส่วนหนึ่งเพราะการยกระดับความอยู่ดีกินดีของประเทศให้สูงขึ้น จำเป็นต้องอาศัยการลงทุนและประสิทธิภาพการผลิตที่เพิ่มขึ้น ซึ่งการระดมทุนผ่านตลาดทุนจะช่วยตอบสนองความต้องการในจุดนี้ได้ดีกว่าจากเหตุผลข้างต้น ด้วยเหตุนี้ สำหรับประเทศไทยในระยะต่อไป ตลาดทุนจึงน่าจะมีบทบาทเพิ่มขึ้น ขณะที่การระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์จะลดความสำคัญลง

รูปที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์ของ private credit และ stock value traded



ที่มา Demircuc-Kunt et al (2011)

⁶ วิธีการทางเศรษฐมิตินี้ไม่สามารถแก้ไข endogeneity problem ได้ อย่างไรก็ตาม บทความนี้สรุปว่าการพัฒนาระบบการเงินส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ จากแบบจำลองที่ขจัดปัญหา simultaneity omitted variables และ unobserved country-specific effects

3. การวิเคราะห์ระดับสถาบันและผลิตภัณฑ์ทางการเงิน

ส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ในระดับจุลภาค เพื่อวาดภาพระบบการเงินไทยในระดับสถาบันและผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไป ทั้งนี้ Lin (2009) ชี้ว่าโครงสร้างเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปจะส่งผลกระทบต่อระบบการเงิน จากการเปลี่ยนแปลงใน ความได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบที่มีผลต่อโครงสร้างอุตสาหกรรม รวมทั้งความเสี่ยงและขนาดของบริษัท กล่าวคือ หากประเทศมีระดับการพัฒนาที่สูงขึ้น ผู้ผลิตมีแนวโน้มจะทำการผลิตสินค้าเกษตรลดลง เนื่องจากความได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบในการผลิตสินค้าเกษตรที่ลดลงไป และหันมาผลิตสินค้า อุตสาหกรรมเพิ่มมากขึ้น ส่งผลต่อขนาดของบริษัท โดยบริษัทจะมีขนาดใหญ่ขึ้นเพื่อรองรับความเสี่ยง ในการดำเนินธุรกิจที่สูงขึ้นเช่นกัน ทั้งนี้ เพื่อตอบสนองความต้องการของภาคธุรกิจดังกล่าว ธนาคาร พาณิชย์ควรจะมีขนาดใหญ่ขึ้น และตลาดทุนต้องเพิ่มบทบาทในการระดมทุนให้แก่ภาคเอกชน เพื่อให้ ระบบการเงินสามารถทำหน้าที่สนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจต่อไป

สำหรับประเทศไทยแล้ว มองไปข้างหน้าผ่านแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ แผนพัฒนาอุตสาหกรรมไทย แผนส่งเสริมธุรกิจขนาดกลางและเล็ก และแผนแม่บทเงินทุนเคลื่อนย้าย ระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นแผนที่มีความสำคัญต่อโครงสร้างของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า ล้วนแล้วแต่ แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการพัฒนาในภาคเศรษฐกิจจริงทั้ง 4 ด้าน คือ การลงทุนในโครงสร้าง พื้นฐาน การสนับสนุนการลงทุนยังต่างประเทศของบริษัทไทย การเสริมสร้างความแข็งแกร่งของธุรกิจ ขนาดกลางและเล็ก ตลอดจนการสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ นอกจากนี้ Ariyaprichya et al (2011) ยังแสดง ให้เห็นแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างของเศรษฐกิจไทยในอนาคต ได้แก่ การเป็น Detroit of Asia Riding the dragon Kitchen of the world Rice bowl และ Service-based economy ต้องการการ พัฒนาทั้ง 4 ด้านดังกล่าวทั้งสิ้น ยกตัวอย่างเช่นหากประเทศไทยต้องการเป็นอู่ข้าวอู่น้ำของโลก (Rice bowl) การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน เช่น ระบบชลประทานและการขนส่ง มีความสำคัญ เช่นเดียวกับการสนับสนุนให้ผู้ผลิตของไทยออกไปลงทุนยังต่างประเทศ เพื่อแสวงหาตลาดใหม่ๆ และทำให้การใช้ ทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกจากนี้ ประเทศไทยจำเป็นต้องยกระดับธุรกิจขนาดกลางและเล็ก เพื่อให้การผลิตสินค้าเกษตรส่งทอดต่อกันจากผู้ผลิตรายใหญ่สู่รายย่อย และนวัตกรรมจะเป็นคำตอบ สุดท้ายของการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าเกษตรของไทย

ในรายละเอียดบทความจะทำการวิเคราะห์ระดับสถาบันและผลิตภัณฑ์ทางการเงินในแง่มุมต่างๆ อาทิ ขนาดของธนาคารพาณิชย์ บทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่างชาติ ประเภทผลิตภัณฑ์และบริการ ทางการเงิน และการขยายฐานธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ไทยในต่างประเทศ โดยผู้วิจัยได้สัมภาษณ์ ผู้บริหารธนาคารพาณิชย์และธุรกิจขนาดใหญ่ เพื่อยืนยันผลการวิเคราะห์ว่าสอดคล้องกับความเป็นจริง อีกทางหนึ่งด้วย ทั้งนี้ ประเด็นที่ไม่ครอบคลุมถึง คือ จำนวนธนาคารพาณิชย์ในระบบ บทบาทของ ธนาคารของรัฐ และ Microfinance

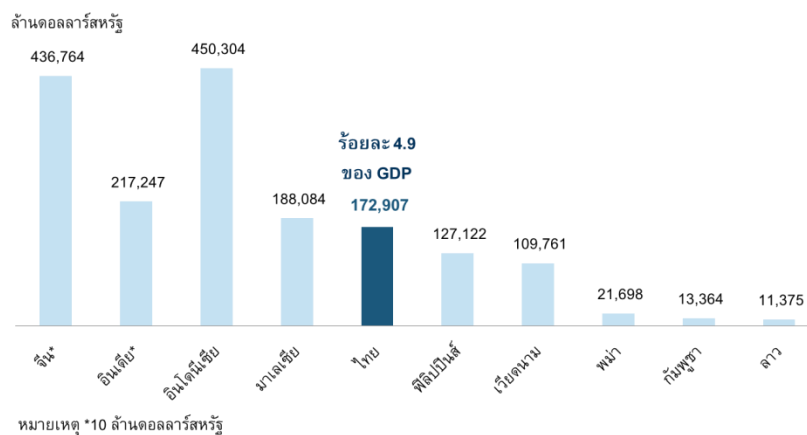
(1) การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน

ความสำคัญของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมีความสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจไทย เนื่องจากช่วยลดต้นทุนในการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน⁷ และเป็นเงื่อนไขสำคัญที่จะช่วยยกระดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศ จากการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและช่วยกระตุ้นการลงทุนของภาคเอกชน (crowding-in effect) ทั้งหมดนี้ เพื่อให้เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่างมีศักยภาพ และก้าวข้าม middle income trap ในที่สุด (World Economic Forum (2011) และ Thawornkaiwong et al (2011))

ในอนาคตประเทศไทยมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น ทั้งนี้ ธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งเอเชีย (Asian Development Bank: ADB) ได้ประเมินความต้องการเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของไทยระหว่าง ปี 2553-2563⁸ เป็นจำนวนเงินถึง 172,907 ล้านดอลลาร์ สรอ. หรือ 5,187,210 ล้านบาท⁹ หรือเท่ากับ 471,570 ล้านบาทต่อปี (ร้อยละ 4.9 ของ GDP ต่อปี) (รูปที่ 5) สอดคล้องกับงานศึกษาของ สุรจิตและคณะ (2553) ที่ประเมินความต้องการลงทุนในโครงสร้างด้านสาธารณูปโภคพื้นฐานของไทย ได้แก่ ไฟฟ้า ถนน รถไฟ รถไฟฟ้า โครงข่ายโทรศัพท์บ้าน โครงข่ายโทรศัพท์เคลื่อนที่ และโครงข่ายอินเทอร์เน็ต เป็นเงินทั้งสิ้น 5,505,499 ล้านบาท (ร้อยละ 55.0 ของ GDP) โดยหากเป็นการลงทุนในช่วงเวลา 10 ปี วงเงินลงทุนต่อปีจะประมาณร้อยละ 5.5 ของ GDP

รูปที่ 5 ADB ประเมินความต้องการการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของเอเชีย (ปี 2553-2563)



ที่มา: Bhattacharyay (2010)

⁷ ต้นทุนโลจิสติกส์ของไทยในปี 2554 สูงถึงร้อยละ 14.5 ของ GDP สูงกว่าประเทศมาเลเซีย (ร้อยละ 13.0) เกาหลีใต้ (ร้อยละ 11.4) และสิงคโปร์ (ร้อยละ 8.0)

⁸ ADB ประเมินความต้องการเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในเอเชีย ซึ่งครอบคลุมการลงทุนด้านพลังงาน คมนาคม สื่อสาร น้ำ และสาธารณูปโภค ระหว่างปี 2553-2563 เป็นจำนวนเงินรวม 8,222,503 ล้านดอลลาร์ สรอ. เพื่อสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วของเอเชีย

⁹ คำนวณโดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่ 30 บาทต่อดอลลาร์ สรอ.

ปัจจุบันภาครัฐมีแผนการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานตั้งแต่ปี 2555-2561 เป็นเงินรวม 2,274,359 ล้านบาท โดยเป็นการลงทุนจากรัฐบาล 1,422,822 ล้านบาท (ร้อยละ 62.6) และรัฐวิสาหกิจ 851,537 ล้านบาท (ร้อยละ 37.4) โดยในจำนวนนี้เป็นแหล่งเงินทุนจากโครงการที่เป็นความร่วมมือระหว่างภาครัฐและเอกชน (Public-Private Partnership: PPP) เพียง 310,822 ล้านบาท หรือร้อยละ 13.7 ของวงเงินลงทุนรวม

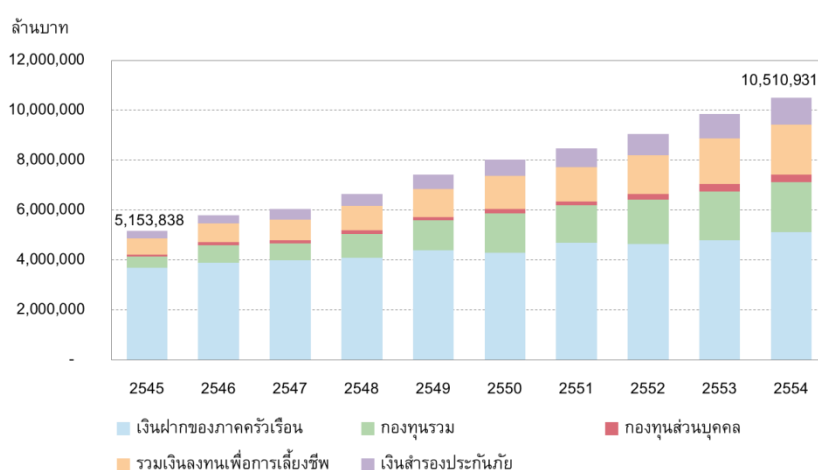
ภาครัฐจึงมีบทบาทนำในเรื่องนี้ อย่างไรก็ดี การส่งเสริมให้ภาคเอกชนมีบทบาทมากขึ้นเพื่อร่วมลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานเป็นสิ่งจำเป็น เพราะจะช่วยรักษาความยั่งยืนทางการคลัง กล่าวคือ รักษาไม่ให้ระดับหนี้สาธารณะต่อ GDP ของไทยสูงขึ้น จนส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงิน ดังเช่นที่หลายประเทศในยุโรปกำลังประสบปัญหาอยู่ในปัจจุบัน

แหล่งเงินทุนสำหรับพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

ความต้องการเงินลงทุนจำนวนมากเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชนที่รับช่วงต่อ นำไปสู่ประเด็นคำถามที่ว่าเงินออมในประเทศมีเพียงพอสำหรับความต้องการการลงทุนในจุดนี้หรือไม่ และการลงทุนดังกล่าวควรมีการจัดสรรผ่านระบบการเงินอย่างไร

ทั้งนี้ เงินออมและเงินลงทุนของภาคครัวเรือนของไทยเพิ่มขึ้นสองเท่าตัวในช่วงเวลา 10 ปีที่ผ่านมา (รูปที่ 6) โดยเงินออมและเงินลงทุนของภาคครัวเรือนมีแนวโน้มจะปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในระยะต่อไป ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศ ซึ่งส่วนหนึ่งสามารถใช้เป็นแหล่งเงินเพื่อรองรับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะเม็ดเงินจากธุรกิจประกันชีวิตและเงินสำรองเลี้ยงชีพซึ่งเติบโตค่อนข้างมาก อีกทั้งแหล่งเงินมาจากการออมระยะยาว จึงเหมาะสมกับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานเป็นการลงทุนระยะยาว (รูปที่ 7)

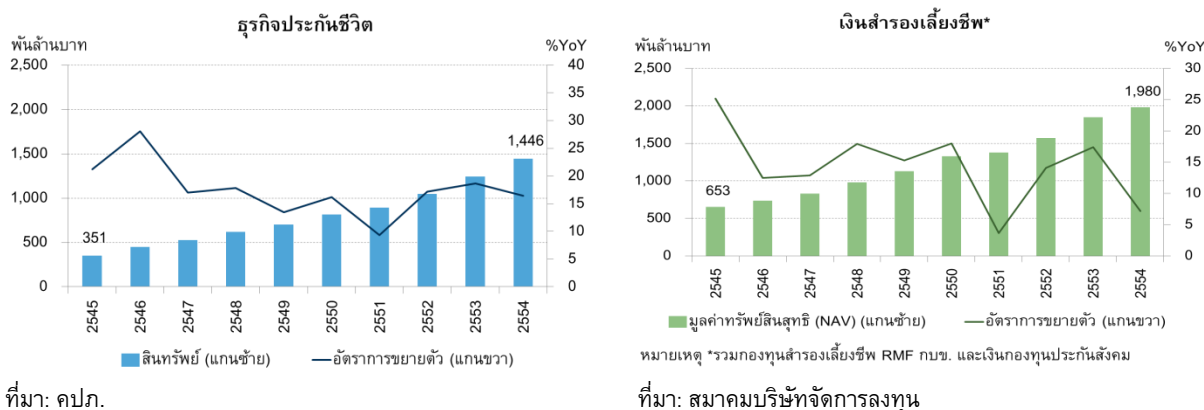
รูปที่ 6 การออมและการลงทุนภาคครัวเรือน



หมายเหตุ *ข้อมูลเงินสำรองประกันภัยปี 2554 จาก คปภ.

ที่มา: สมาคมบริษัทจัดการลงทุน

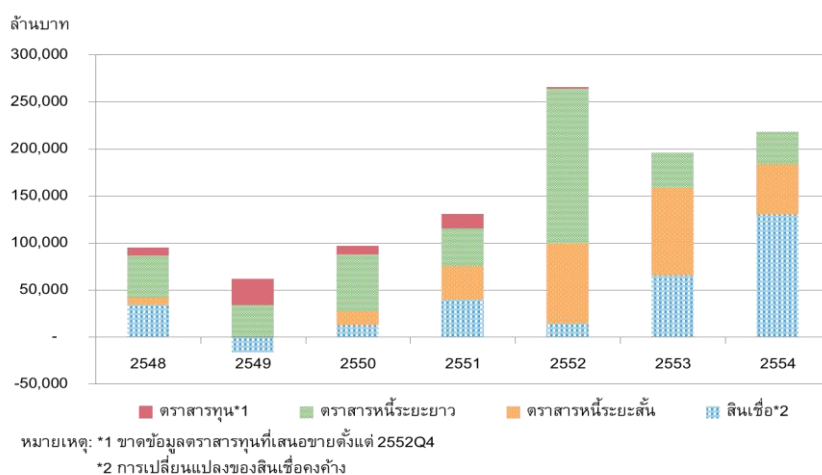
รูปที่ 7 การเติบโตของธุรกิจประกันชีวิตและเงินสำรองเลี้ยงชีพ



อย่างไรก็ตาม เงินออมในประเทศเพียงอย่างเดียวคงไม่เพียงพอสำหรับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในอนาคต เนื่องจาก IMF ประเมินว่า saving-investment gap ของไทยโดยเฉลี่ยในช่วงปี 2555-2560 มีเพียงร้อยละ 1.4 ต่อปี¹⁰ เงินลงทุน (เงินออม) จากต่างประเทศจึงจำเป็นสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศไทยในระยะต่อไป

นอกจากนี้ การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของไทยควรส่งเสริมการระดมทุนจากตลาดทุนเป็นหลัก ซึ่งจะช่วยระดมเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ เพื่อสนับสนุนการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของไทยได้ ถึงแม้ว่าวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2552 ที่ส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินทั่วโลก ทำให้ภาคเอกชนหันมาระดมทุนผ่านสินเชื่อจากระบบธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในปี 2554 (รูปที่ 8)

รูปที่ 8 แหล่งเงินสำหรับการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของภาคเอกชน ปี 2548-2554

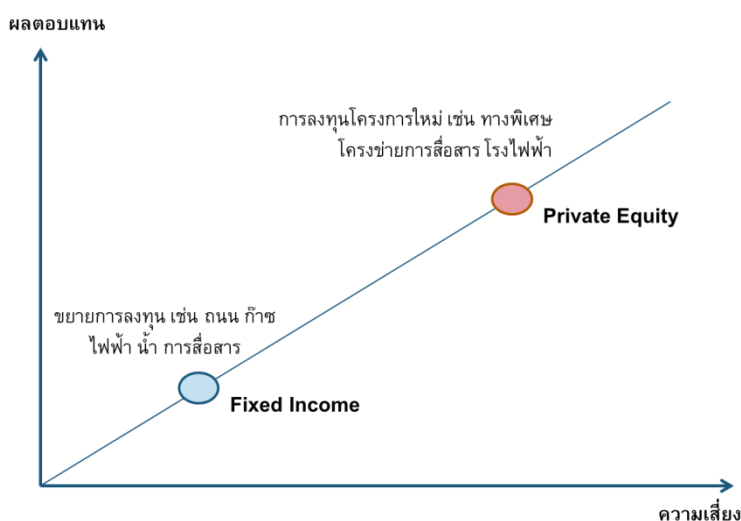


ที่มา: กสท. และ ธปท.

¹⁰ ข้อมูลจาก World Economic Outlook - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>

ข้อสังเกต คือ การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานซึ่งเป็นการลงทุนระยะยาวและต้องการเงินลงทุนสูง และจะสร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอกลับคืนในระยะยาว จึงมีลักษณะคล้ายการลงทุนในตราสารหนี้หรือหุ้นขึ้นอยู่กับประเภทและระยะของการพัฒนาโครงการ เช่น หากเป็นโครงการลงทุนใหม่เพื่อสร้างโครงข่ายการสื่อสารหรือโรงไฟฟ้า การลงทุนจะมีลักษณะคล้ายการลงทุนในหุ้นของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (private equity) เพราะมีความเสี่ยงสูง แต่หากเป็นการขยายการลงทุน เช่น ถนน ก๊าซ ไฟฟ้า น้ำ และการสื่อสาร การลงทุนเหล่านี้จะมีความเสี่ยงต่ำกว่า จึงมีลักษณะคล้ายการลงทุนในตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนคงที่ (fixed income) (รูปที่ 9)

รูปที่ 9 เปรียบเทียบลักษณะของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานกับตราสารหนี้หรือหุ้น



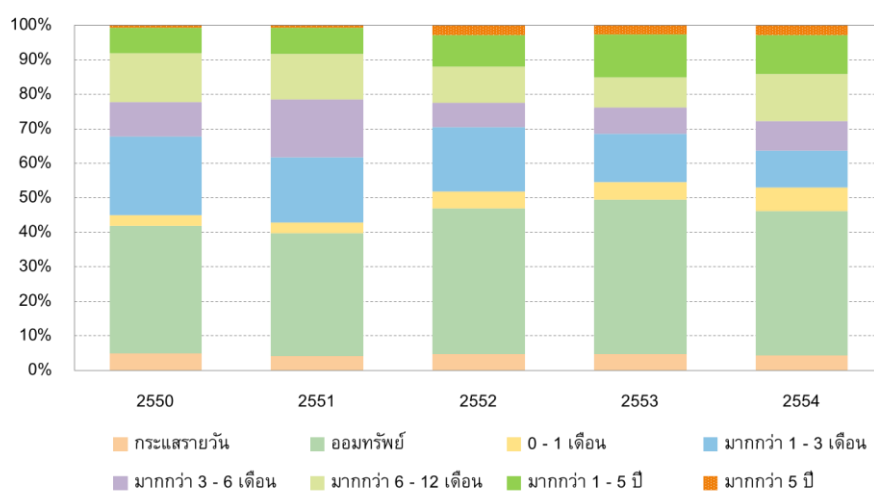
ที่มา: Mansour and Hope (2007)

ในช่วง 10 ปีข้างหน้า ประเทศไทยจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน 471,570 ล้านบาทต่อปี แบ่งเป็นการลงทุนของภาครัฐ 282,942 ล้านบาทและการลงทุนของภาคเอกชน 188,628 ล้านบาท มองในแง่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาคเอกชน เงินลงทุนส่วนใหญ่ (ร้อยละ 55.0 หรือ 103,745 ล้านบาท) ต้องมาจากการระดมทุนผ่านช่องทางสินเชื่อ ที่เหลือเป็นการระดมทุนผ่านตลาดทุน¹¹ อย่างไรก็ตาม การพึ่งพาสินเชื่อและเงินลงทุนจากระบบธนาคารพาณิชย์เป็นจำนวนมาก เพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน จะทำให้เกิดความเสี่ยงจากปัญหาความแตกต่างด้านอายุสัญญา (maturity mismatch) และความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของสินเชื่อ (concentration risk) ที่ให้กับลูกหนี้รายใหญ่หรืออุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบธนาคารพาณิชย์ เนื่องจากเป็นเม็ดเงินลงทุนระยะยาวจำนวนมาก ขณะที่โครงสร้างการเงินของระบบธนาคารพาณิชย์ ทั้งเงินฝากและตั๋วแลกเงิน (bill of exchange: B/E) ส่วนใหญ่มีอายุน้อยกว่า 5 ปี (รูปที่ 10)

¹¹ การประมาณการอิงจากโครงการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของ ADB (Barrow (2010) และ Bhattacharyay (2010))

นอกจากนี้ การระดมเม็ดเงินลงทุนขนาดใหญ่จากธนาคารพาณิชย์เพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ขนาดของธนาคารพาณิชย์จะต้งใหญ่ขึ้น ซึ่งนอกจากจะช่วยเพิ่มยอดสินเชื่อที่ให้กับโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่แล้ว ยังจะช่วยลดความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของสินเชื่ออีกด้วย อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์อาจให้กู้ในลักษณะเงินให้กู้ยืมร่วม (syndicated loan) เพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานดังกล่าว ซึ่งจะช่วยกระจายความเสี่ยงของแต่ละธนาคาร แต่ทางก็ต้องจับตา (monitor) ความเสี่ยงในระบบธนาคารพาณิชย์ควบคู่กันไปด้วย เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาการกระจุกตัวของสินเชื่อธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบ

รูปที่ 10: โครงสร้างเงินรับฝากและตัวแลกเงิน

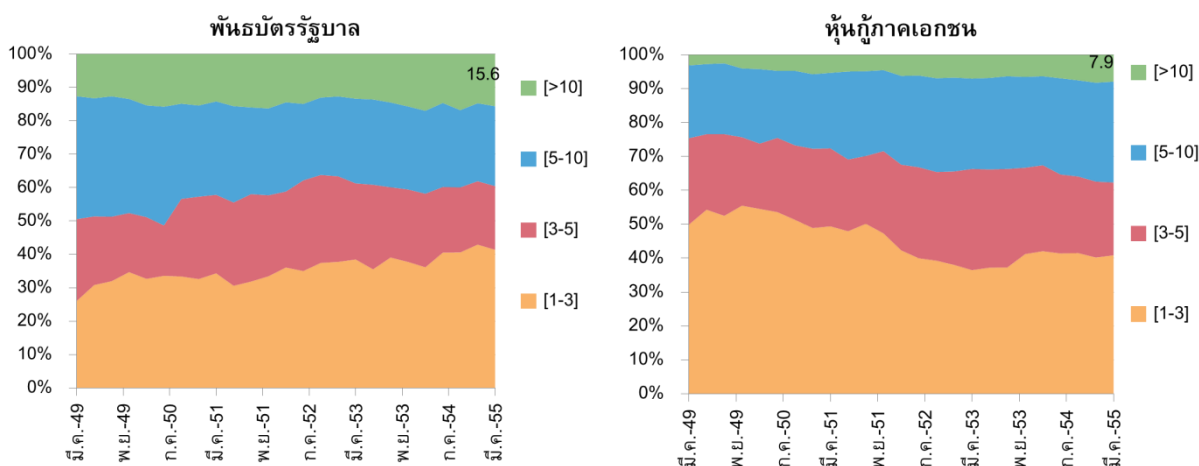


ที่มา: ธปท.

ดังนั้น การพัฒนาตลาดทุนจึงมีความสำคัญในการจัดสรรแหล่งเงินทุนระยะยาว เพื่อลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนโดยภาครัฐหรือเอกชน ดังเช่นประสบการณ์ของประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging market countries) ได้แก่ ประเทศชิลีและเกาหลีใต้ ซึ่งค่อนข้างประสบความสำเร็จในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ เพื่อสนับสนุนการออกตราสารระยะยาวสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และในกรณีของเกาหลีใต้ที่มีการพัฒนากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure funds) ก็แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของการพัฒนาแหล่งเงินทุนระยะยาวสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน เพื่อลดความต้องการสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ แม้ว่าในประเทศจีน บราซิล และอินเดีย สินเชื่อจากธนาคารของรัฐยังมีบทบาทสำคัญสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Walsh et al (2011))

ในกรณีของไทยตราสารหนี้ระยะยาวยังมีจำกัด ดังจะเห็นได้จาก ณ ไตรมาส 1 ปี 2555 โครงสร้างอายุของพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้ของภาคเอกชนที่มีระยะเวลามากกว่า 10 ปี มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 15.6 และ 7.9 ตามลำดับ (รูปที่ 11) การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่จะใช้เป็นช่องทางในการระดมทุนระยะยาวจากตลาดทุน จึงมีความจำเป็นต่อการจัดสรรเงินทุนสำหรับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย

รูปที่ 11 โครงสร้างอายุของพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้ภาคเอกชน (สกุลเงินบาท)



ที่มา: AsianBondsOnline

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (infrastructure funds) เป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) นำมาใช้เป็นเครื่องมือให้ภาครัฐ รัฐวิสาหกิจและเอกชนระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ¹² และช่วยลดภาระงบประมาณของภาครัฐรวมถึงหนี้สาธารณะที่จะเกิดขึ้นจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน โดยนำกระแสเงินสดในอนาคตของโครงการมาเป็นผลตอบแทนคืนให้กับนักลงทุน และคณะรัฐมนตรีอนุมัติในเดือนพฤศจิกายนปี 2554 ให้ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย (withholding tax) สำหรับเงินปันผลที่ได้รับจากการลงทุนในกองทุนฯ สำหรับนักลงทุนรายย่อยเป็นเวลา 10 ปี นอกเหนือจากภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ที่เกิดจากการโอนทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานไปยังกองทุนฯ ซึ่งจะได้รับยกเว้นด้วยเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะเป็นช่องทางในการระดมทุนสำหรับการลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทน ดังนั้น ในระยะแรกของการพัฒนากองทุนฯ อาจจำเป็นต้องได้รับการค้ำประกันจากภาครัฐ โดยเฉพาะสำหรับโครงการลงทุนใหม่ (Greenfield investment project) ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าโดยเปรียบเทียบ ดังเช่นประสบการณ์ของประเทศเกาหลีใต้ เพื่อเพิ่มแรงจูงใจในการลงทุนจากนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติ (Walsh et al (2011))

ตราสารหนี้ประเภท securitization สามารถนำกระแสเงินสดในอนาคตของสินทรัพย์ที่ขายให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle: SPV) มาเป็นหลักประกันในการออกหุ้นกู้เพื่อระดมทุน ดังนั้น ภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ และเอกชนที่ลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานสามารถระดมทุนระยะยาวโดยออกตราสารหนี้ประเภทนี้ได้ เนื่องจากมีกระแสเงินสดในอนาคตที่สม่ำเสมอและสามารถคาดการณ์ได้ นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ยังสามารถนำสินเชื่อสำหรับการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานมาทำ

¹² กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานที่ ก.ล.ต. ออกเกณฑ์อนุมัติในปี 2554 ครอบคลุมการลงทุน 8 ประเภท ได้แก่ ระบบขนส่งทางราง ไฟฟ้า ประปา ถนนทางพิเศษ/ทางสัมปทาน ท่าอากาศยาน/สนามบิน ท่าเรือ/น้ำลึก โทรคมนาคม และพลังงานทางเลือก

securitization เพื่อลดปัญหา maturity mismatch และ concentration risk ทำให้สามารถขยายสินเชื่อเพื่อการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์อาจไม่มีแรงจูงใจในเรื่องนี้มากนัก หากมีสภาพคล่องสั้น อีกทั้งการทำ securitization มีโครงสร้างที่ซับซ้อน และใช้เวลานานกว่าการออกหุ้นกู้ปกติ¹³

การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ได้แก่ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และตราสารหนี้ประเภท securitization ทำให้มีเครื่องมือทางการเงินระยะยาวที่หลากหลายมากขึ้น นอกจากนี้จะช่วยในการระดมทุนสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศแล้ว อีกมุมมองหนึ่งยังเป็นเครื่องมือสำหรับการลงทุนระยะยาวของนักลงทุนสถาบัน โดยเฉพาะบริษัทประกัน กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ รวมทั้งกองทุนรวมต่างๆ ที่โดยส่วนใหญ่แล้วลงทุนเฉพาะในพันธบัตรภาครัฐ ทำให้ระบบการเงินสามารถจัดสรรเม็ดเงินลงทุนให้เกิดประโยชน์ต่อการพัฒนาประเทศมากยิ่งขึ้น

ตลาดทุนซึ่งจะมีบทบาทมากขึ้นในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ทำให้ความต้องการใช้บริการธุรกิจพาณิชย์ (investment banking) ในการเป็นที่ปรึกษาหรือตัวแทนทางการเงินเพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศอาจช่วยสนับสนุนการให้สินเชื่อเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานได้ไม่มากนัก เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ไทยขนาดใหญ่มีบทบาทหลักในเรื่องนี้ แต่การเพิ่มบทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศจะช่วยสนับสนุนการระดมทุนผ่านตลาดทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น เนื่องจากสามารถใช้ประโยชน์จากธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ ทั้งสาขาธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ และธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศที่ถือหุ้นในธนาคารพาณิชย์ไทย (hybrid bank) ที่มีความชำนาญในธุรกิจนี้เป็นอย่างดี (รุ่ง ดอน และผจงจิต (2548))

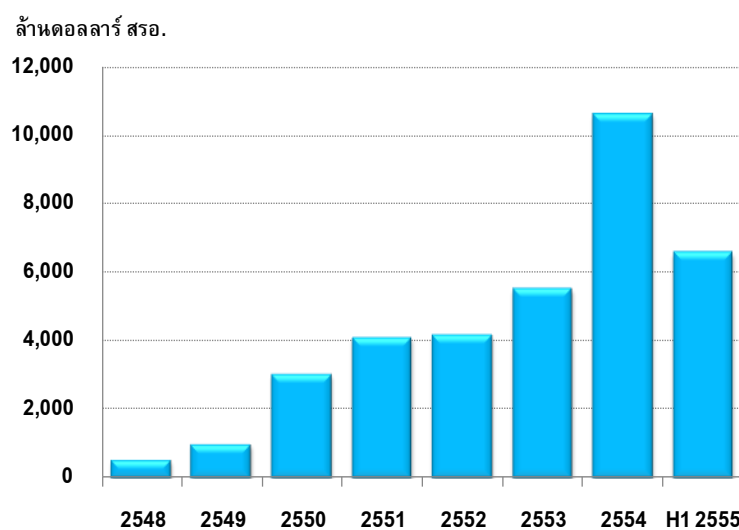
กล่าวโดยสรุป โครงสร้างและผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่จะช่วยสนับสนุนการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศนั้น ตลาดทุนควรมีบทบาทมากขึ้นในการระดมเม็ดเงินลงทุนระยะยาวจำนวนมาก ขณะที่ขนาดของธนาคารพาณิชย์ที่ใหญ่ขึ้น และการทำ syndicated loan จะช่วยให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อให้กับโครงการขนาดใหญ่ได้ โดยลดความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของสินเชื่อ ทั้งนี้ การพึ่งพาสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก อาจก่อให้เกิดปัญหา maturity mismatch และ concentration risk นอกจากนี้ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ได้แก่ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และตราสารหนี้ประเภท securitization เป็นช่องทางสำคัญในการเพิ่มแหล่งเงินทุนระยะยาว สุดท้ายการเพิ่มบทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศจะช่วยสนับสนุนการระดมทุนผ่านตลาดทุน เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน

¹³ การออกตราสารหนี้ประเภท securitization ในไทยยังมีไม่มากนัก โดยมูลค่าขายสะสมนับตั้งแต่ปี 2545 – มกราคม 2555 มีเพียง 58,708 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 0.56 ของ GDP ในปี 2554

(2) การขยายธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ไทยในต่างประเทศ

การลงทุนทางตรงระหว่างประเทศของไทยเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา (รูปที่ 12) และเกือบทั้งหมดเป็นการลงทุนของบริษัทขนาดใหญ่ ที่สำคัญ คือ ในปี 2554 เป็นปีที่สุทธิแล้วประเทศไทยเป็นผู้ออกไปลงทุนทางตรงยังต่างประเทศ สะท้อนความสามารถทางการแข่งขันของธุรกิจไทยที่เพิ่มสูงขึ้น มองไปข้างหน้า การลงทุนทางตรงระหว่างประเทศของไทยน่าจะยังมีแนวโน้มเช่นนี้ต่อไป ท่ามกลางโอกาสการค้าที่เพิ่มมากขึ้นจากการรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจของอาเซียน

รูปที่ 12 การลงทุนทางตรงระหว่างประเทศของไทย ปี 2548 – ครึ่งแรกปี 2555



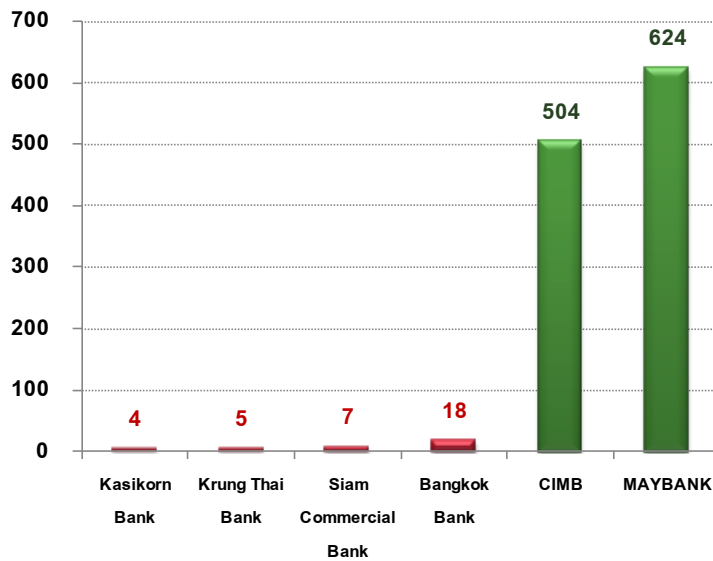
ที่มา: ธปท.

บทความนี้เห็นว่า ในอนาคตธนาคารพาณิชย์ควรมีขนาดใหญ่ขึ้น เพื่อให้การปล่อยสินเชื่อไม่ให้ติดเกณฑ์ single lending limit (สินเชื่อที่ให้ต่อบริษัทไม่เกินร้อยละ 25 ของเงินกองทุน) นอกจากนี้ ในเรื่องบริการทางการเงินที่จำเป็นต่อบริษัทไทยที่จะออกไปลงทุนต่างประเทศ ผลิตภัณฑ์ทางการเงินควรผสมผสานบริการทางการเงินต่างๆ เข้าด้วยกัน อาทิ บริการด้าน Foreign exchange and risk management Corporate finance และ Corporate treasury เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของภาคธุรกิจให้มีมากยิ่งขึ้น

ในประเด็นการขยายธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ไทยในต่างประเทศนั้น จากประสบการณ์ในหลายประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น เยอรมนี มาเลเซีย และประเทศในกลุ่ม OECD ธนาคารพาณิชย์จะขยายธุรกิจในต่างประเทศเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าเป็นหลัก (follow the client) (Goldberg and Johnson (1990), Yamori (1998), Buch (2000), Focarelli and Pazzolo (2001), Hiratsuka (2007)) อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันธนาคารพาณิชย์ไทยให้ความสำคัญกับการขยายธุรกิจในต่างประเทศค่อนข้างน้อย เห็นได้จากจำนวนสาขาของธนาคารพาณิชย์ในอาเซียนที่จำกัด (รูปที่ 13) ส่วนหนึ่งเพราะนักธุรกิจไทยออกไปลงทุนต่างประเทศไม่มากนัก เมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน

อย่างเช่น สิงคโปร์และมาเลเซีย เหตุผลอีกข้อหนึ่ง คือ ธนาคารพาณิชย์ยังเน้นการทำธุรกิจในประเทศไทยอยู่มาก (domestic focus) เนื่องจากผลกำไรจากการดำเนินธุรกิจยังดีอยู่ (รูปที่ 14) ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์มาเลเซียและสิงคโปร์มีมุมมองเรื่องนี้ต่างกันไป กล่าวคือ ธนาคารเหล่านี้ต้องการเป็นธนาคารของภูมิภาค (regional bank) เราจึงสังเกตเห็นการขยายสาขาเพิ่มขึ้นมากในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะในอาเซียน

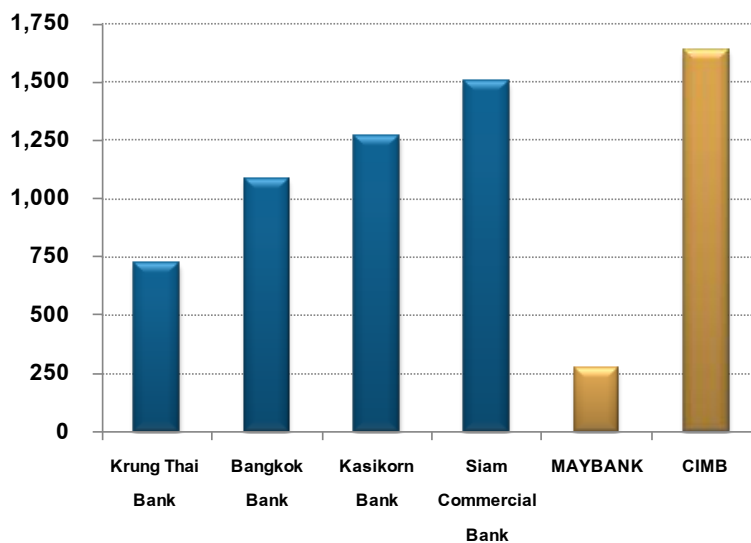
รูปที่ 13 จำนวนสาขาของธนาคารพาณิชย์ในอาเซียน ปี 2554



ที่มา: ธปท.

รูปที่ 14 ผลกำไรก่อนหักภาษีของธนาคารพาณิชย์ ปี 2554

ล้านดอลลาร์ สรอ.



ที่มา: Financial Times

ทั้งนี้ Focarelli and Pozzolo (2005) ชี้ว่า ธนาคารพาณิชย์จะทำการขยายธุรกิจ在不同ประเทศเพิ่มขึ้น ทั้งในแบบการตั้งสาขา (branch) และ subsidiary หลังจากการรวมกลุ่มการค้าระหว่างประเทศ สำหรับประเทศไทยแล้ว ถึงแม้ว่าในปัจจุบันบริษัทไทยสามารถใช้บริการทางการเงินจากธนาคารพาณิชย์ต่างชาติในไทยเพื่อสนับสนุนการลงทุนในต่างประเทศได้

อย่างไรก็ตาม ในระยะต่อไป การค้าและการลงทุนในกลุ่มอาเซียนจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นมาก ภายหลังจากการรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจของอาเซียน ธนาคารพาณิชย์ไทยจึงควรหันมาให้ความสำคัญกับการขยายธุรกิจในอาเซียนเพิ่มมากขึ้น ทั้งในรูปแบบการตั้งสาขาและการสร้างพันธมิตรในต่างประเทศ (Non-equity mode of international investment) เพื่อสนับสนุนการออกไปลงทุนต่างประเทศของบริษัทไทย โดยเฉพาะธุรกิจขนาดกลาง อีกทั้งยังจะเป็นการปรับตัวให้ทันกับข้อกำหนดเรื่อง Qualified ASEAN Bank (QAB) ที่จะมีผลบังคับใช้ในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า และจะมีผลให้ธนาคารพาณิชย์ของประเทศในกลุ่มอาเซียนสามารถขยายการดำเนินธุรกิจไปยังประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคได้ง่ายขึ้น ซึ่งจะช่วยลดอุปสรรคในเรื่องนี้ของธนาคารพาณิชย์ไทย

(3) การเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจขนาดกลางและเล็ก

ธุรกิจขนาดกลางและเล็กหรือ Small and Medium Enterprises (SME) เป็นธุรกิจที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของแต่ละประเทศเป็นอย่างมาก สำหรับประเทศไทย ในปี 2553 SME มีการจ้างงานและมีผลผลิตมวลรวมสูงถึงร้อยละ 77.9 และ 37.1 ของการจ้างงานและผลผลิตมวลรวมทั้งประเทศ นอกจากนี้ SME ยังเป็นธุรกิจที่มีบทบาทสำคัญในด้านการค้าระหว่างประเทศ เนื่องจากมีสัดส่วนการส่งออกและนำเข้าคิดเป็นร้อยละ 28.4 และ 30.4 ของมูลค่าการส่งออกและนำเข้าของประเทศ

ทั้งนี้ Berger and Udell (1998) Galindo and Schantiarelli (2003) และ Beck Demirguc-Kunt and Maksimovic (2005) พบว่าปัญหาสำคัญของ SME คือ การเข้าถึงแหล่งเงินทุน ในส่วนของประเทศไทย จากการสำรวจของธนาคารโลก (World Bank) ชี้ว่าในปี 2549 ประมาณ 1 ใน 3 ของ SME เผชิญกับข้อจำกัดดังกล่าว ขณะที่มีเพียง 1 ใน 5 บริษัทขนาดใหญ่ที่ประสบปัญหานี้ ซึ่งสาเหตุสำคัญคือ ปัจจัยด้านขนาด ซึ่ง Beck (2007) ให้เหตุผลว่าขนาดของ SME ที่เล็กเกินไป ทำให้การปล่อยสินเชื่อมีต้นทุนสูง (เช่น ต้นทุนการจัดเก็บข้อมูล การประเมินเครดิตลูกหนี้ และการบริหารควบคุม เป็นต้น) เกินกว่าที่ธนาคารพาณิชย์จะยอมรับความเสี่ยงจากการปล่อยสินเชื่อ ถึงแม้ธนาคารพาณิชย์อาจแก้ปัญหาด้วยการเรียกเก็บดอกเบี้ยในอัตราที่สูง แต่อัตราดอกเบี้ยที่สูงเกินไปอาจทำให้ SME ลงทุนในธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง ทำให้มีโอกาสที่สินเชื่อจัดชั้นโดยคุณภาพจะสูงขึ้น

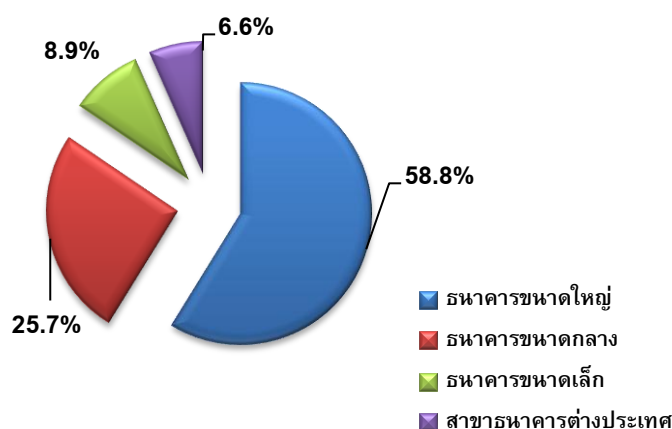
สาเหตุสำคัญอีกประการหนึ่ง คือ ปัญหา asymmetric Information ระหว่าง SME และธนาคารพาณิชย์ (Beck (2007)) เนื่องจาก SME ส่วนใหญ่เป็นธุรกิจที่เพิ่งก่อตั้ง ซึ่งอาจทำให้ SME ขาดประวัติทางการเงินที่น่าเชื่อถือและมีงบการเงินที่ไม่สมบูรณ์ เป็นผลให้ธนาคารพาณิชย์พิจารณาอนุมัติเงินกู้ให้กับลูกค้าในกลุ่มนี้ค่อนข้างน้อย นอกจากนี้ จากการสำรวจ SME ไทยโดยสำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.) พบว่า SME ส่วนใหญ่ยังประสบกับปัญหาการขาดหลักทรัพย์ค้ำประกันในการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์อีกด้วย

ขนาดของธนาคารพาณิชย์

ทั้งนี้ จากข้อมูลของ ธปท. ชี้ว่า ในปี 2554 ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่เป็นผู้ปล่อยสินเชื่อให้กับ SME เป็นหลัก โดยมีสัดส่วนร้อยละ 58.8 ของสินเชื่อ SME ทั้งหมด ในขณะที่ธนาคารขนาดกลางและขนาดเล็กของไทยปล่อยสินเชื่อ SME ร้อยละ 25.7 และ 8.9 ตามลำดับ ส่วนที่เหลือร้อยละ 6.6 มาจากกลุ่มสาขาธนาคารต่างประเทศ (รูปที่ 15)

De la Torre Peria and Schmukler (2010) พบว่าความสามารถในการให้บริการทางการเงินต่อ SME จะมีประสิทธิภาพมากขึ้นเมื่อธนาคารพาณิชย์มีขนาดใหญ่ขึ้น เนื่องจากธนาคารพาณิชย์จะสามารถใช้ประโยชน์จากขนาดและขอบเขตธุรกิจได้มากขึ้น (economies of scale and scope) อีกทั้ง ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ยังสามารถใช้ประโยชน์จากเครือข่ายสาขาจำนวนมากในการเข้าถึงลูกค้า SME ซึ่งตรงกับผลการสัมภาษณ์ผู้บริหารของธนาคารพาณิชย์ที่ว่าเครือข่ายสาขาเป็นปัจจัยสำคัญในการเข้าถึงลูกค้าของ SME

รูปที่ 15 ขนาดของธนาคารพาณิชย์กับสินเชื่อ SME ปี 2554



บทบาทของธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศ

งานศึกษาในอดีต (Dages Goldbaerg and Kinney (2000) Berger Hasan and Klapper (2004) Beck Demirguc-Kunt and Maksimovic (2004) และ Clarke Cull and Martinez Peria (2006)) พบว่า การเข้ามาของธนาคารต่างประเทศมีบทบาทในการเพิ่มสินเชื่อให้กับ SME และช่วยลดปัญหาการเข้าถึงสินเชื่อของลูกค้า SME ทั้งนี้ ธนาคารต่างประเทศในไทยยังมีลักษณะเป็น sub-scale operation กล่าวคือ ธนาคารกลุ่มนี้มักจะเน้นกลุ่มลูกค้าธุรกิจขนาดใหญ่ บริษัทข้ามชาติ (Goldberg and Saunders (1981)) และ retail consumer loan เป็นผลให้ธนาคารต่างประเทศนี้มีส่วนแบ่งการตลาดของสินเชื่อ SME เพียงร้อยละ 6.6 ในปี 2554

ถึงแม้ว่าธนาคารพาณิชย์ต่างชาติจะเสียเปรียบธนาคารพาณิชย์ท้องถิ่นในด้านความเข้าใจทางภาษา วัฒนธรรม และระเบียบทางการ (Buch (2003)) แต่การเข้ามาของธนาคารพาณิชย์ต่างชาติจะ

ช่วยเพิ่มการแข่งขันในระบบสถาบันการเงิน ทำให้ธนาคารพาณิชย์ต้องหันมาให้ความสำคัญกับลูกค้าในกลุ่ม SME มากขึ้น เพื่อรักษาไว้ซึ่งผลประโยชน์ที่ดีและกำไรในการดำเนินธุรกิจ (Lin (2009)) ซึ่งข้อสรุปนี้สอดคล้องกับความเห็นที่ได้จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารธนาคารพาณิชย์

การซื้อบัญชีลูกหนี้การค้า (factoring) และ Supply-chain financing

ในประเด็นเรื่องของผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ธนาคารพาณิชย์อาจพิจารณาให้บริการทางการเงินประเภท factoring แก่ลูกค้า SME มากขึ้น ซึ่งการที่ SME สามารถขายบัญชีลูกหนี้การค้าให้กับธนาคารพาณิชย์ โดยธนาคารพาณิชย์จะทำหน้าที่เรียกเก็บหนี้แทน SME จะช่วยเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนให้กับ SME และช่วยลดปัญหาการเข้าถึงสินเชื่อของ SME ที่มีปัญหาด้านข้อมูลการเงินไม่ครบถ้วนสมบูรณ์อีกด้วย บริการทางการเงินประเภท factoring จะช่วยให้ธนาคารพาณิชย์สามารถพิจารณาข้อมูลประวัติการเงินของลูกค้า SME ประกอบแทนที่จะต้องพึ่งพาข้อมูลของ SME เพียงอย่างเดียว ซึ่งลูกค้าของ SME ที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่จะมีความน่าเชื่อถือสูงกว่า SME (WEF (2012))

นอกจากผลิตภัณฑ์ทางการเงินดังกล่าวแล้ว เพื่อเพิ่มการเข้าถึงบริการทางการเงินของธุรกิจขนาดกลางและเล็ก ธนาคารพาณิชย์สามารถนำเทคนิค credit scoring มาใช้ในการพิจารณาสินเชื่อ รวมถึงการให้บริการ supply-chain financing ซึ่งเป็นการสนับสนุนทางการเงินอย่างครบวงจรแก่ห่วงโซ่ธุรกิจ (supply chain) ทั้งผู้ค้ารายใหญ่ ผู้แทนจำหน่าย และผู้ป้อนวัตถุดิบให้มากขึ้นกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ทั้งหมดนี้จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารกระแสเงินสด และลดต้นทุนและความเสี่ยงในการทำธุรกิจของ SME ได้ค่อนข้างมาก อีกทั้งยังเป็นการให้บริการทางการเงินที่ครบวงจรอีกด้วย

การระดมทุนประเภท Equity financing

SME ส่วนใหญ่พึ่งพาเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก โดยในระหว่างปี 2550-2553 SME ระดมทุนจากธนาคารพาณิชย์ถึงร้อยละ 96.0 จากสถาบันการเงินเฉพาะกิจร้อยละ 3.0 ที่เหลือเป็นการระดมทุนด้วย equity financing ซึ่งจะเห็นว่าการระดมทุนประเภทนี้ยังมีน้อยมาก การส่งเสริมบทบาทของตลาดหลักทรัพย์สำหรับธุรกิจขนาดกลางและเล็กหรือ Market for Alternative Investment (MAI) จะช่วยเพิ่มทางเลือกในการระดมทุนให้กับ SME และยังช่วยกระจายความเสี่ยงอีกด้วย

ประเทศไทยก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ตลาดรอง MAI ในปี 2542 โดยมีจุดประสงค์เพื่อส่งเสริมการระดมทุนของ SME ที่มีศักยภาพ โดยตั้งแต่เริ่มดำเนินการจนถึงสิ้นเดือนพฤศจิกายน 2554 มีการระดมทุนในตลาด MAI รวม 16,217 ล้านบาท และมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 73,212 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม บทบาทตลาด MAI ของไทยยังมีน้อยเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในเอเชีย โดยเฉพาะเกาหลีใต้ (ตลาด KOSDAQ) ซึ่ง ณ สิ้นปี 2554 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงถึง 92.0 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ.¹⁴

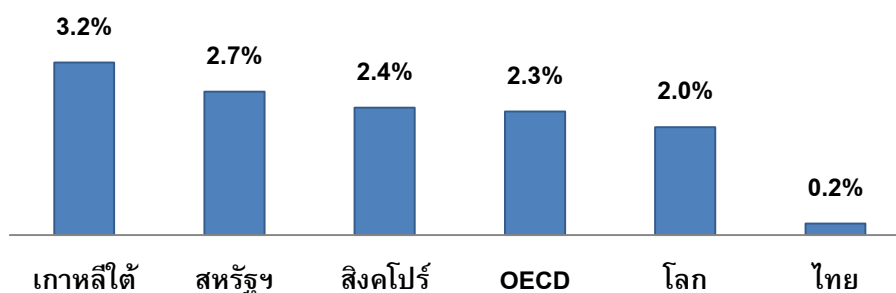
¹⁴ ณ สิ้นปี 2553 มูลค่าหลักทรัพย์ในตลาด MAI เท่ากับ 2.4 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ.

จากการศึกษาแนวโน้มนโยบายในเรื่องนี้ของประเทศเกาหลีใต้พบว่า ทางเกาหลีใต้กำลังจะจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ขึ้นใหม่อีกแห่งหนึ่ง คือ ตลาด Korean New Exchange (KONOE) ภายในปี 2555 เพื่อช่วย SME ที่ต้องการระดมทุน แต่ยังไม่สามารถจดทะเบียนในตลาด KOSDAQ ให้สามารถเข้ามาระดมทุนจากตลาดใหม่แห่งนี้ได้ ทั้งนี้ ประเทศไทยสามารถใช้แนวทางดังกล่าวเป็นต้นแบบเพื่อพัฒนาแนวโน้มนโยบายที่เหมาะสมต่อการส่งเสริม SME ในประเทศไทย

(4) การสร้างนวัตกรรม

นวัตกรรมเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยยกระดับผลิตภาพการผลิตของประเทศ ซึ่งจะช่วยให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างต่อเนื่องในระยะยาว (Uika (2004) และ Fagerberg and Srholec (2008)) อย่างไรก็ตาม ในปี 2550 ประเทศไทยลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาเพื่อสร้างนวัตกรรมต่ำมาก โดยมีมูลค่าการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาต่อ GDP เพียงร้อยละ 0.2 เท่านั้น ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของโลกที่ร้อยละ 2.0 (รูปที่ 16)

รูปที่ 16 สัดส่วนการลงทุนด้านวิจัยและพัฒนาต่อ GDP ปี 2550



ที่มา World Bank

ทั้งนี้ การสร้างนวัตกรรมต้องอาศัยปัจจัยหลายอย่าง ได้แก่ ปัจจัยทางสถาบัน ทุนมนุษย์ และการวิจัย โครงสร้างพื้นฐานทางเทคโนโลยี ความซับซ้อนทางตลาด และความซับซ้อนทางธุรกิจ โดยบทบาทของระบบการเงินเพื่อพัฒนาทางนวัตกรรมจัดอยู่ในส่วนของปัจจัยด้านความซับซ้อนทางตลาด (INSEAD (2012))

การศึกษาที่ผ่านมาให้ความสำคัญกับบทบาทของธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture capital) เป็นพิเศษ เพื่อช่วยส่งเสริมการสร้างนวัตกรรม เช่น Bertoni et al (2010) พบว่าการได้รับเงินทุนจากธุรกิจเงินร่วมลงทุนทำให้บริษัทใหม่ที่พึ่งพาเทคโนโลยีสูงได้ประโยชน์จากผลิตภาพการผลิตที่เพิ่มขึ้น Dobloug (2008) และ Popov and Rosemboom (2009) พบว่าธุรกิจเงินร่วมลงทุนมีบทบาทสำคัญในการสร้างธุรกิจใหม่ (startup) ก่อให้เกิดการพัฒนาของกลุ่มธุรกิจใหม่ๆ ในระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจที่มีการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนาสูง นอกจากนี้ Kortum and Lesner (2000) พบว่าการลงทุน

ของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาช่วยเพิ่มจำนวนสิทธิบัตร สะท้อนถึงระดับการพัฒนา
ด้านนวัตกรรมที่เพิ่มขึ้น

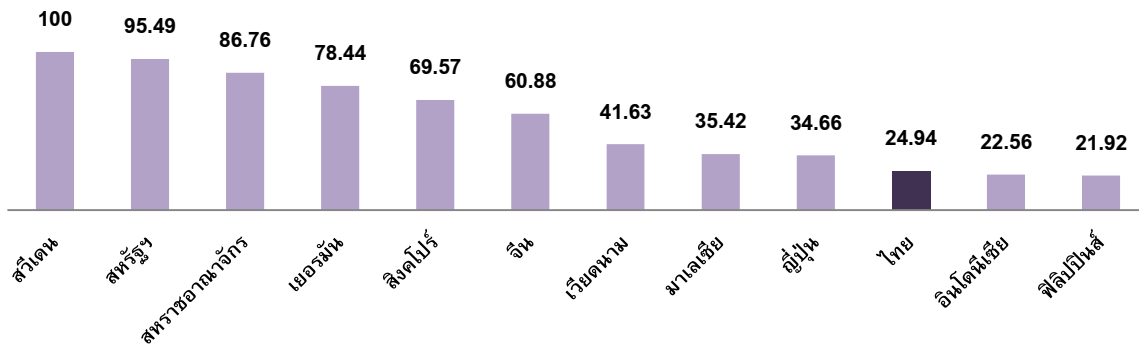
การลงทุนเพื่อสร้างนวัตกรรมหรือการลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา เป็นการลงทุนที่ใช้เวลา
ค่อนข้างนาน มีกระแสเงินสดเป็นลบ ใช้เงินลงทุนสูง แต่ผลตอบแทนอาจไม่คุ้มค่า หากไม่ประสบ
ความสำเร็จทางธุรกิจ ที่สำคัญ คือ นวัตกรรมเป็นสินทรัพย์ที่ไม่สามารถจับต้องได้ (intangible asset)
ซึ่งผู้ประกอบการอาจไม่ต้องการเปิดเผยข้อมูลในส่วนนี้ให้กับคนอื่นทราบ เพราะอาจเกิดปัญหาการ
ลอกเลียนแบบขึ้นได้ (Bhattacharya and Ritter (1985) และ Kamien and Schwartz (1997)) จึงไม่ใช่
เรื่องง่ายสำหรับธนาคารพาณิชย์ที่จะอนุมัติสินเชื่อเพื่อลงทุนในลักษณะนี้ โดยเฉพาะหากเป็นการขอ
สินเชื่อจากธุรกิจขนาดย่อมเพื่อผลิตสินค้าที่เน้นนวัตกรรม

ธุรกิจเงินร่วมลงทุนจึงเป็นคำตอบของการสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ เพราะเป็นการลงทุนของ
กลุ่มธุรกิจที่สามารถยอมรับความเสี่ยงได้สูงกว่าธนาคารพาณิชย์ และอาจให้การสนับสนุนด้านการเงินที่
สูงกว่าธนาคารพาณิชย์ (Hellman and Puri (2002) Kaplan and Stormberg (2003) และ Sharpe
(2009)) นอกจากนี้ ธุรกิจเงินร่วมลงทุนยังมีความสำคัญในแง่ของการคัดสรรโครงการจากผู้ประกอบการ
รุ่นใหม่ที่มีศักยภาพ (scouting) แต่ยังคงขาดเงินทุนให้สามารถสร้างธุรกิจให้เป็นจริงได้ อีกทั้งจะช่วยเพิ่ม
ทักษะการบริหารให้แก่ผู้ประกอบการรุ่นใหม่ (coaching) หรือแม้กระทั่งการจ้างบุคลากรจากภายนอกที่
มีความเชี่ยวชาญในการพัฒนาธุรกิจนั้น (Chan (1983) และ Lange et al (2007)) ทั้งเงินทุนและทักษะ
การบริหารล้วนเป็นสิ่งจำเป็นต่อการสร้างธุรกิจและนวัตกรรม อันจะนำไปสู่การเติบโตทางธุรกิจในทางที่
สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าในประเทศ

จากการจัดอันดับของ INSEAD ปัจจุบันบทบาทของธุรกิจเงินร่วมลงทุนต่อเศรษฐกิจไทยยัง
ค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ (รูปที่ 17) โดยส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการขาดความเข้มงวดใน
ด้านกฎหมายการคุ้มครองสิทธิของทรัพย์สินทางปัญญา¹⁵ (intellectual property rights) ดังนั้น การ
แก้ไขปัญหานี้น่าจะมีส่วนช่วยผลักดันการเติบโตของธุรกิจเงินร่วมลงทุนในประเทศ (Ueda (2004))
นอกจากนี้ ภาครัฐควรมีมาตรการด้านภาษี เช่น การปรับลดภาษีกำไรจากการขายทรัพย์สิน (Armour
and Cumming (2006) และ Da Rin et al (2006)) ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจเงินร่วม
ลงทุนในประเทศไทย

¹⁵ จากการจัดอันดับของ Property Right Alliance ดัชนีการคุ้มครองทรัพย์สินทางปัญญาของไทยอยู่อันดับที่ 69 จาก 130 ประเทศ

รูปที่ 17 ดัชนีชี้วัดกิจกรรมของธุรกิจเงินร่วมทุน ปี 2554



ที่มา INSEAD

4. บทสรุปและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

เสถียรภาพของระบบสถาบันการเงินไม่ได้เกิดขึ้นจากการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินเพียงอย่างเดียว การพัฒนาระบบการเงินให้สอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยก็มีความสำคัญเช่นกัน เป้าหมายคือ การเติบโตอย่างเข้มแข็ง ยั่งยืน และทุกภาคส่วนสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ของการขยายตัวทางเศรษฐกิจได้

ท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจโลกในปัจจุบัน การที่เศรษฐกิจอาเซียนกำลังจะรวมกันเป็นหนึ่ง และเอเชียจะมีบทบาทมากขึ้นในเวทีการค้าและการเงินโลก ระบบธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนของไทยจำเป็นต้องพัฒนาไปพร้อมกัน เพื่อให้เกิดแรงส่งต่อเนื่องสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ และเพื่อให้มีล้ออะไหล่ไว้ขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย หากเกิดวิกฤตขึ้นในระบบธนาคารพาณิชย์หรือตลาดทุนอันใดอันหนึ่ง เพื่อป้องกันไม่ให้ประเทศไทยต้องย้อนรอยกลับไปสู่วิกฤตอย่างเช่นที่เกิดขึ้นในปี 2540 ยิ่งประเทศไทยมีพัฒนาการเศรษฐกิจ ตลาดทุนจะต้องมีบทบาทในการสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจมากขึ้น ทั้งในแง่ของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและการสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ ซึ่งตลาดทุนจะตอบสนองความต้องการของภาคเอกชนในจุดนี้ได้ดีกว่าธนาคารพาณิชย์ เพราะตลาดทุนสามารถระดมทุนและกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่า

มองไปข้างหน้า ไม่ว่าประเทศไทยจะเดินทางไปทางใด จะเป็นศูนย์กลางการผลิตรถยนต์ของเอเชีย เป็นอู่ข้าวอู่น้ำของโลก หรือแม้กระทั่งเป็นครัวของโลก ล้วนแล้วแต่ต้องการการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน การเพิ่มการลงทุนของบริษัทไทยในต่างประเทศ การเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจขนาดกลางและเล็ก และที่ขาดไม่ได้คือการสร้างนวัตกรรม เพื่อให้เศรษฐกิจไทยเติบโตต่อเนื่องในระยะยาว

ดังนั้น ตลาดทุนต้องมีบทบาทในการระดมทุนสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น เนื่องจากข้อจำกัดด้านความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์ในการปล่อยกู้โครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่เป็นการลงทุนระยะยาว ขณะที่เงินฝากส่วนใหญ่เป็นระยะสั้น นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ไทยควรให้ความสนใจในการขยายธุรกิจไปต่างประเทศ ทั้งในแง่ของการตั้งสาขาและการสร้างพันธมิตรทางธุรกิจ

กับธนาคารต่างชาติ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพให้กับธุรกิจไทยในต่างประเทศ ที่สำคัญ คือ ธนาคารพาณิชย์ควรมีขนาดที่ใหญ่ขึ้น ซึ่งนอกจากจะทำให้ธนาคารพาณิชย์แข็งแกร่งขึ้นแล้ว ยังจะช่วยเพิ่มการให้สินเชื่อสำหรับบริษัทไทยที่ต้องการออกไปลงทุนต่างประเทศอีกด้วย

เพื่อเพิ่มการเข้าถึงบริการทางการเงินของธุรกิจขนาดกลางและเล็ก ธนาคารพาณิชย์ต้องปรับเปลี่ยนรูปแบบการให้บริการทางการเงิน ให้หลากหลายมากขึ้นกว่าที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนและความเสี่ยงในการทำธุรกิจรวมถึงการให้บริการการเงินในลักษณะที่ครบวงจร

สิ่งที่สำคัญอีกประการ คือ การสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ ซึ่งไม่ควรเกิดขึ้นในเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่เท่านั้น ธุรกิจเงินร่วมลงทุน (venture capital) จะช่วยสนับสนุนการสร้างนวัตกรรมให้มีมากขึ้น ในแง่ของการคิดสรรโครงการจากผู้ประกอบการรุ่นใหม่ที่มีศักยภาพ แต่ยังคงขาดเงินทุนและการเพิ่มทักษะการบริหารให้แก่ผู้ประกอบการรุ่นใหม่ ซึ่งปัจจัยทั้งสองนี้ล้วนเป็นสิ่งจำเป็นต่อการสร้างธุรกิจและนวัตกรรม อันจะนำไปสู่การเติบโตทางธุรกิจในทางที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าไทย ท่ามกลางโอกาสทางการค้าเปิดกว้างขึ้นจากการรวมกลุ่มทางเศรษฐกิจในอาเซียน

ภาครัฐก็ต้องมีการส่งเสริมให้ธนาคารพาณิชย์ทั้งที่จดทะเบียนในประเทศไทย หรือ ที่เป็นสาขาของธนาคารต่างชาติ สามารถปรับตัวให้ทันกับความต้องการกับผู้ประกอบการ เช่นการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน การขยายบริการแก่ลูกค้าใหม่ที่กว้างขึ้น และการให้ความรู้แก่ผู้ประกอบการ เป็นต้น

ที่ผ่านมา ธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนมีส่วนช่วยสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจไทยอย่างไรก็ดี ในการก้าวไปข้างหน้ากับเศรษฐกิจไทย ทั้งธนาคารพาณิชย์และตลาดทุนจะต้องมีการแบ่งบทบาทและหน้าที่ เพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการของภาคธุรกิจและต้องมีส่วนร่วมผลักดันนวัตกรรมทางธุรกิจของไทย เพื่อให้เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่างยั่งยืนในอนาคต

ภาษาไทย

รุ่ง โปษยานนท์ มัลลิกะมาส ดอน นาครทรรพ และผจงจิต จิตตะมัย. 2548. “ความท้าทายของธนาคารพาณิชย์ภายใต้การเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเงิน” **บทความสัมมนาวิชาการประจำปี 2548** ธนาคารแห่งประเทศไทย

สุรจิต ลักษณะสุต พิสิทธิ์ พัวพันธ์ จารุพรรณ วานิชชนันกุล คราฤทธิ์ สิทธิกุล อุทุมพร จิตสุทธิภากร และจงกล คำไ้. 2553. “ความท้าทายของนโยบายการคลัง: สู้ความยั่งยืนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจระยะยาว” **บทความสัมมนาวิชาการประจำปี 2553** ธนาคารแห่งประเทศไทย

English

Ariyapruchya, K., S. Chantapant., and T. Apaitan. 2011. “Dealing with Structural Change: A Diagnostic of the Thai Economy.” **Bank of Thailand Symposium Paper 2011**

Armour, J. and D.J. Cumming. 2006. “The Legislative Road to Silicon Valley.” **Oxford Economic Papers**, 58(4): 596-635

Barrow, M. 2010. "Private Financing of Infrastructure in Asia." ADB presentation in workshop on the APEC Growth Strategy, Japan.

Beck, T., R. Levine, and N. Loayza. 2000. “Finance and the Sources of Growth.” **Journal of Financial Economics**, 58(1): 261-300

Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and V. Maksimovic. 2004. “Bank Competition and Access to Finance: International Evidence.” **Journal of Money Credit and Banking**, 36:627–648

Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and V. Maksimovic. 2005. “Financial and legal constraints to firm growth: Does Firm Size Matter?” **Journal of Finance**, 60: 137–177.

Beck, T. 2007. “Financing Constraints of SMEs in Developing Countries: Evidence, Determinants and Solutions.” **Journal of International Money and Finance**, 31(2): 401-441.

Berger, A., G. Udell. 1998. “The economics of small business finance: The roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle.” **Journal of Banking and Finance**, 22: 613–673.

Berger, A., I. Hasan, L. Klapper. 2004. “Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance.” **Journal of Financial Services Research**, 25:169–202

Berger, A., G. Udell. 2006. “A more complete conceptual framework for SME finance.” **Journal of Banking and Finance**, 30:2945–2966

- Bertoni, F., M. G. Colombo, D. D'Adda, S. Murtinu. 2010. "Venture Capital Financing and Innovation in European New Technology-Based Firms: A Longitudinal Analysis on the Role of the Type of Investor." Contributed paper for the 2nd Conference on corporate R&D (CONCORD – 2010) s
- Bhattacharya, S. And J. Ritter. 1985. "Innovation and Communication: Signalling with Partial Disclosure." **Review of Economic Studies**, 52, 331-346
- Bhattacharyay, B. N. 2010. "Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific: 2010-2020." **ADB Working Paper Series**, no.248 (September)
- Buch, C.M. 2000. "Why do banks go abroad? Evidence from German data." **Journal of Financial Markets, Instruments and Institutions**, 9: 33-67
- Buch, C.M. 2003. "Information versus Regulation: What Drives the International Activities of Commercial Banks?" **Journal of Money Credit and Banking**, 35: 851-869.
- Chan, Y. 1983, "On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information." **Journal of Finance**, 38: 1543-1568
- Clarke, G., R. Cull, and M. Peria. 2006. "Foreign Bank Participation and Access to Credit Across Firms in Developing Countries." **Journal of Comparative Economics**, 34: 774-795
- Dages, B. G., L. Goldberg, and D. Kinney. 2000. "Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina." **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review** 6, no. 3: 17-36.
- Da Rin, M., G. Nicodano, and A. Sembenelli. 2006. "Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets." **Journal of Public Economics**, 90(8-9), 1699-1723
- Demirguc-Kunt, A., E. Feyen, and R. Levine. 2011. "The Evolving Importance of Banks and Securities Markets." **World Bank Policy Research Working Paper**, no. 5805
- De la Torre, A., M. Peria, and S. Schmukler. 2010. "Bank Involvement with SMEs: Beyond Relationship Lending." **Journal of Banking and Finance**, 34: 2280-2293
- Dobloug, T.A. (2008). "Venture Capital and Innovatino." **Høgskolen i Hedmark**, No. 6
- Fagerberg, J. and M. Srholec. 2007. "National Innovation Systems, Capabilities and Economic Development." **TIK Working Paper on Innovation Studies**, 20071024
- Focarelli, D. and A. F. Pozzolo. 2001. "The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries." **Journal of Banking and Finance**, 25: 2305-2337
- Focarelli, D. and A. F. Pozzolo. 2005. "Where Do Banks Expand Abroad? An Empirical Analysis." **The Journal of Business**, 78(3): 2435-2464

- Galindo, A. And F. Schiantarelli. 2003. "Credit Constraints and Investment in Latin America." Inter-American Development Bank, Washington D.C.
- Goldberg, L. G., A. Saunders. 1981. "The Determinants of Foreign Banking Activity in the United States." **Journal of Banking and Finance**, 5: 17-32.
- Goldberg, L. G. and D. Johnson. 1990. "The Determinants of U.S. banking activity abroad." **Journal of International Money and Finance**, 9: 123-137
- INSEAD. 2012. "The Global Innovative Index 2012 Stronger Innovative Linkages for Global Growth." Available from <http://www.globalinnovationindex.org/gii/main/fullreport/index.html>
- Kamien, M. And N. Schwartz. 1982. "Market Structure and Innovation." **Cambridge University Press**.
- Kaplan, S. And P. Stromberg. 2003. "Financial Contracting Theory Meets the Real World. Evidence from Venture Capital Contracts." **Review of Economic Studies**, 70: 281-316
- Kortum, S. And J. Lesner. 2000. "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation." **The Rand Journal of Economics**, 31(4): 674-692
- Hellman, T. And M. Puri. 2002. "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence." **Journal of Finance**, 57, 169-197
- Lange, J. E., A. Mollov, M. Pearlmuter, S. Singh and W. D. Bygrave. 2007. "Pre-Start-Up Formal Business Plans and Post-Start-Up Performance: A Study of 116 New Ventures." **Venture Capital**, 9(4): 237-256
- Levine, R. 1997. "Finance and Growth: Views and Agenda." **Journal of Economic Literature**, 35(2): 688-726
- Lin, J. Y., X. Sun, and Y. Jiang. 2009. "Toward a Theory of Optimal Financial Structure." **World Bank Policy Research Working Paper**, no. 5038
- Lin, J. Y. And L. C. Xu. 2009. "Financial Structure and Economic Development." In Lin, J. Y., ed., **New Structural Economics – A Framework for Rethinking Development and Policy**. The World Bank: Washington, D.C.
- Mansour, A. And H. Nadji. 2007. "Performance Characteristics of Infrastructure Investments." **RREEF Research** (August)
- Revest, V. And S. Sapio. 2010. "Sources of Finance for Technology-Based Small Firms: A Review of the Empirical Evidence." **FINNOV Discussion Paper**
- Papaioannou, E. 2007. "Finance and Growth – A Macroeconomic Assessment of the Evidence from a European Angle." **ECB Working Paper Series**, no.787
- Popov, A. And P. Roosenboom. 2009. "On the Real Effects of Private Equity Investment. Evidence From New Business Creation." **ECB Working Paper Series**, no.1078

- Sharpe, S. 2009. "Risk Capital and Innovation: Literature Review—Part A." **FINNOV Discussion Paper**
- Thawornkaiwong, S., B. Civilize, and T. Khatphitthaya. 2011. "Growth Management for Thailand: the Role of Infrastructure." **Bank of Thailand Symposium Paper 2011**
- Ueda, M. 2004. "Banks Versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation." **The Journal of Finance**, Vol. LIX, no. 2
- Ulku, H. 2004. "R&D, Innovation, and Economic Growth: An Empirical Analysis." **IMF Working Paper**, no. WP/04/185
- Walsh, J. P., C. Park and J. Yu. 2011. "Financing Infrastructure in India: Macroeconomic Lessons and Emerging Market Case Studies." **IMF Working Paper**, no. WP/11/181 (August)
- World Bank. 2004. "The Challenge of Financing Infrastructure in Developing Countries." **Global Development Finance**
- World Bank. 2012. **World Development Indicators 2012**. Available from <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.
- World Economic Forum. 2011. **The Global Competitiveness Report 2011-2012**. Switzerland: SRO-Kunding.
- World Economic Forum. 2012. "Redefining the Emerging Market Opportunity." Available from http://www3.weforum.org/docs/WEF_FS_RedefiningEmergingMarketOpportunity_Report_2012.pdf
- Yamori, N. 1998. "A Note on the Location choice of multinational banks: The case of Japanese financial institutions." **Journal of Banking and Finance**, 22: 109-120
- Zhuang, J., H. Gunatilake, Y. Niimi, M. Ehsan Khan, Y. Jiang, R. Hasan, N. Khor, A. S. Lagman-Martin, P. Bracey, and B. Huang. 2009. "Financial Sector Development, Economic Growth, and Poverty Reduction: A Literature Review." **ADB Economics Working Paper Series**, no. 173

ภาคผนวกที่ 1

รายชื่อบุคคลที่คณะวิจัยได้ขอสัมภาษณ์เพื่อประกอบการเขียนบทความ

1. คุณชนินทร์ ว่องกุศลกิจ และคณะ
ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
2. ดร. วีรวัฒน์ กาญจนดุล และคณะ
กรรมการรองผู้จัดการใหญ่บริหารอาวุโส บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด
3. คุณสยาม ประสิทธิ์ศิริกุล
Head of SME Banking ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
4. ดร. กอบศักดิ์ ภูตระกูล
ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการใหญ่ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
5. คุณปรีดี ดาวฉาย และคณะ
รองกรรมการผู้จัดการอาวุโส ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
6. ดร. วิรไท สันติประภพ
รองผู้จัดการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ภาคผนวกที่ 2

ประเทศ	ประเทศกำลังพัฒนา 54 ประเทศ ได้แก่ Argentina Bangladesh Bolivia Botswana Brazil Bulgaria Chile China Colombia Costa Rica Cote d'Ivoire Ecuador Egypt El Salvador Ghana Guatemala India Indonesia Jamaica Jordan Kenya Kyrgyz Republic Latvia Lebanon Lithuania Macedonia Malawi Malaysia Mexico Moldova Mongolia Morocco Namibia Nepal Pakistan Panama Papua New Guinea Paraguay Peru Philippines Romania Russia South Africa Sri Lanka Tanzania Thailand Tunisia Turkey Uganda Ukraine Uruguay Venezuela Vietnam Zambia
ระยะเวลา	ปี 2523-2553 และทำการหาค่าเฉลี่ยทุก 5 ปี: ปี 2523-2527 ปี 2528-2532 ปี 2533-2537 ปี 2538-2542 ปี 2543-2547 และปี 2548-2553
ตัวแปรตาม	Capital per worker growth Productivity growth (ประมาณการโดยใช้วิธีของ Beck, Levine and Loayza (2000) ที่กำหนดว่า $\text{Productivity growth} = \text{Output growth} - 0.3 * \text{Capital growth}$ โดยที่ 0.3 คือ capital share)
ตัวแปรอิสระ	Private credit (% of GDP) Stock market capitalization (% of GDP) Degree of openness Government expenditure (% of GDP) ซึ่งเป็นตัวแปรตามที่ใช้ในงานวิจัยของ Beck, Levine and Loayza (2000) โดยกำหนดให้ Degree of openness และ Government size เป็น strictly exogenous variable
วิธีการทางเศรษฐมิติ	The System GMM Estimator ซึ่งเป็นวิธีการที่ขจัดปัญหา simultaneity omitted variables และ unobserved country-specific effects

Table 1.1: Capital Growth and Financial Development: GMM, 1980-2010

Dependent variable: Capital growth

	Equation
Private credit/ GDP	0.19 (0.01)
Stock market cap./ GDP	0.06 (0.02)
Degree of openness	0.20 (0.01)
Government size	0.09 (0.06)
Capital growth (-1)	0.12 (0.001)
Constant	1.86 (0.001)
Hansen test statistic	21.98 (0.53)
AR (1) test statistic	-1.99 (0.03)
AR (2) test statistic	-1.27 (0.25)
Number of observations	117

Note: Numbers in parentheses are *P*-values. Log-transformed variables are used.

Table 1.2: Productivity Growth and Financial Development: GMM, 1980-2010

Dependent variable: Productivity growth

	Equation
Private credit/ GDP	0.06 (0.02)
Stock market cap./ GDP	0.13 (0.02)
Degree of openness	0.29 (0.01)
Government size	0.10 (0.05)
Productivity growth (-1)	0.19 (0.04)
Constant	0.29 (0.01)
Hansen test statistic	20.43 (0.49)
AR (1) test statistic	-2.05 (0.02)
AR (2) test statistic	-1.14 (0.19)
Number of observations	117

Note: Numbers in parentheses are *P*-values. Log-transformed variables are used.

ภาคผนวกที่ 3

ประเทศ	ประเทศกำลังพัฒนา 54 ประเทศ ได้แก่ Argentina Bangladesh Bolivia Botswana Brazil Bulgaria Chile China Colombia Costa Rica Cote d'Ivoire Ecuador Egypt El Salvador Ghana Guatemala India Indonesia Jamaica Jordan Kenya Kyrgyz Republic Latvia Lebanon Lithuania Macedonia Malawi Malaysia Mexico Moldova Mongolia Morocco Namibia Nepal Pakistan Panama Papua New Guinea Paraguay Peru Philippines Romania Russia South Africa Sri Lanka Tanzania Thailand Tunisia Turkey Uganda Ukraine Uruguay Venezuela Vietnam Zambia
ระยะเวลา	ปี 2523-2553 และทำการหาค่าเฉลี่ยทุก 5 ปี: ปี 2523-2527 ปี 2528-2532 ปี 2533-2537 ปี 2538-2542 ปี 2543-2547 และปี 2548-2553
ตัวแปรตาม	Growth of output per capita
ตัวแปรอิสระ	Private credit (% of GDP) Stock market capitalization (% of GDP) Degree of openness Government expenditure (% of GDP) ซึ่งเป็นตัวแปรตามที่ใช้ในงานวิจัยของ Beck, Levine and Loayza (2000) โดยกำหนดให้ Degree of openness และ Government size เป็น strictly exogenous variable
วิธีการทางเศรษฐมิติ	The System GMM Estimator ซึ่งเป็นวิธีการที่ขจัดปัญหา simultaneity omitted variables และ unobserved country-specific effects

Table 2.1: Output Growth and Financial Development: GMM, 1980-2010

Dependent variable: Output growth

	Equation (1)	Equation (2)
Private credit/ GDP	0.23 (0.01)	0.38 (0.01)
Stock market cap./ GDP	0.12 (0.001)	0.17 (0.02)
Degree of openness	0.30 (0.001)	0.37 (0.01)
Government size	0.31 (0.001)	0.42 (0.001)
Output growth (-1)	0.13 (0.001)	0.17 (0.001)
Private credit/ GDP * Stock market cap./ GDP		0.06 (0.01)
Constant	0.90 (0.001)	1.60 (0.001)
Hansen test statistic	19.43 (0.31)	25.04 (0.33)
AR (1) test statistic	-2.05 (0.02)	-2.07 (0.03)
AR (2) test statistic	-1.37 (0.21)	-1.10 (0.29)
Number of observations	137	137

Note: Numbers in parentheses are *P*-values. Log-transformed variables are used.