

บทที่ 2

ทบทวนวรรณกรรม

การศึกษาการเปิดเสรีทางการเงินกับการพัฒนาเศรษฐกิจ: แนวทางที่เหมาะสมในประเทศไทยนี้ ได้มีการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทั้งในส่วนที่เป็นแนวคิดทฤษฎี และการศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศไทยและในต่างประเทศ โดยในส่วนของแนวคิดทฤษฎี ประกอบด้วย 1) แนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะพิจารณาจากทฤษฎีการจำเลยเติบโตทางเศรษฐกิจของสำนักนีโอคลาสสิก และการเปิดเสรีทางการเงินและการส่งผ่านสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ และ 2) ความลึกทางการเงินกับการพัฒนาภาคการเงิน ส่วนการศึกษาเชิงประจักษ์นั้น จะแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มตามเนื้อหาที่ศึกษาประกอบด้วย 1) การเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ 2) การพัฒนาตลาดทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ และ 3) การพัฒนาตลาดตราสารหนี้กับการเติบโตทางเศรษฐกิจ ดังนี้

2.1 แนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ

สำหรับในส่วนของแนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ จะแบ่งการอธิบายออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ทฤษฎีการจำเลยเติบโตทางเศรษฐกิจของสำนักนีโอคลาสสิก และการเปิดเสรีทางการเงินและการส่งผ่านสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยในส่วนแรกจะกล่าวถึงกรอบแนวคิดและแบบจำลองการเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านสมการการผลิต และในส่วนหลังจะแสดงให้เห็นว่าการเปิดเสรีทางการเงินส่งผ่านผลกระทบต่อเป้าหมายเศรษฐกิจได้บ้างแล้วนำไปสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด

ทฤษฎีการจำเลยเติบโตทางเศรษฐกิจของสำนักนีโอคลาสสิก

แนวคิดการอธิบายความจำเลยเติบโตทางเศรษฐกิจ ได้ถูกพัฒนามาอย่างต่อเนื่องเพื่อให้สามารถอธิบายถึงปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจได้ชัดเจนและครอบคลุม โดยแนวคิดหนึ่งที่ได้ความนิยมอย่างแพร่หลายในการนำมาอธิบายการเติบโตทางเศรษฐกิจ คือ ทฤษฎีความจำเลยเติบโตทางเศรษฐกิจของสำนักนีโอคลาสสิก ซึ่งถูกวางรากฐานมาจาก โรเบิร์ต โซโล (Robert Solow) นักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกัน โดยเขาได้เสนอแนวคิดดังกล่าวในบทความ “Economic Growth and Capital Accumulation” (Robert Solow 1956) เป็นการอธิบายการเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านฟังก์ชันการผลิต (production function) ซึ่งผลผลิตในระบบเศรษฐกิจขึ้นกับปัจจัยการผลิต 2 ชนิด คือ ทุน และแรงงาน ดังนี้

$$Y = f(K, L)$$

โดยมีข้อสมมุติว่าสมการการผลิตเป็นแบบ Cobb-Douglas และมีลักษณะของผลตอบแทนต่อขนาดคงที่ (constant returns to scale) ผลผลิตในระบบเศรษฐกิจถูกกำหนดมาจากปัจจัยทุน แรงงาน และความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี สามารถแสดงได้ดังนี้

$$Y = AK^\alpha (HL)^{1-\alpha} \quad \text{--- (2-1)}$$

Y	=	ผลผลิต
A	=	ประสิทธิภาพการใช้ปัจจัยการผลิต
K	=	ทุน
H	=	ทุนมนุษย์ (เช่น ความรู้ ความสามารถ ความชำนาญ)
L	=	จำนวนแรงงาน
α	=	ความยืดหยุ่นของทุนต่อผลผลิต
$1-\alpha$	=	ความยืดหยุ่นของแรงงานต่อผลผลิต

จากสมการที่ 2-1 สามารถแสดงในรูป natural logarithm ดังนี้

$$\ln Y = \ln A + \alpha \ln K + (1 - \alpha) \ln HL \quad \text{--- (2-2)}$$

จากแบบจำลองข้างต้น เมื่อมีการเปิดเสรีทางการเงิน รัฐบาลมีการผ่อนคลายนโยบายต่างๆเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศลง จะทำให้มีเงินทุนไหลเข้าสู่ประเทศที่มีศักยภาพในการลงทุนทั้งในลักษณะของการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเฉพาะตลาดเกิดใหม่ (emerging market) ที่มีการเติบโตทางเศรษฐกิจสูง การที่มีเม็ดเงินใหม่ๆ เข้ามาในระบบเศรษฐกิจจะทำให้อัตราการสะสมทุนเป็นไปอย่างรวดเร็ว (ค่า K ในสมการที่ 2-2 เพิ่มขึ้น) ส่งผลให้อัตราการเจริญเติบโตของผลผลิตสูงขึ้น จากการได้รับปัจจัยทุนเพิ่มขึ้น โดยปัจจัยทุนดังกล่าวมาจากภายนอกประเทศ ซึ่งเป็นผลมาจากการที่ประเทศมีการเปิดเสรีทางการเงิน ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านการสะสมทุนที่เพิ่มขึ้นจากภายนอกนั่นเอง

การเปิดเสรีทางการเงินและการส่งผ่านสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ

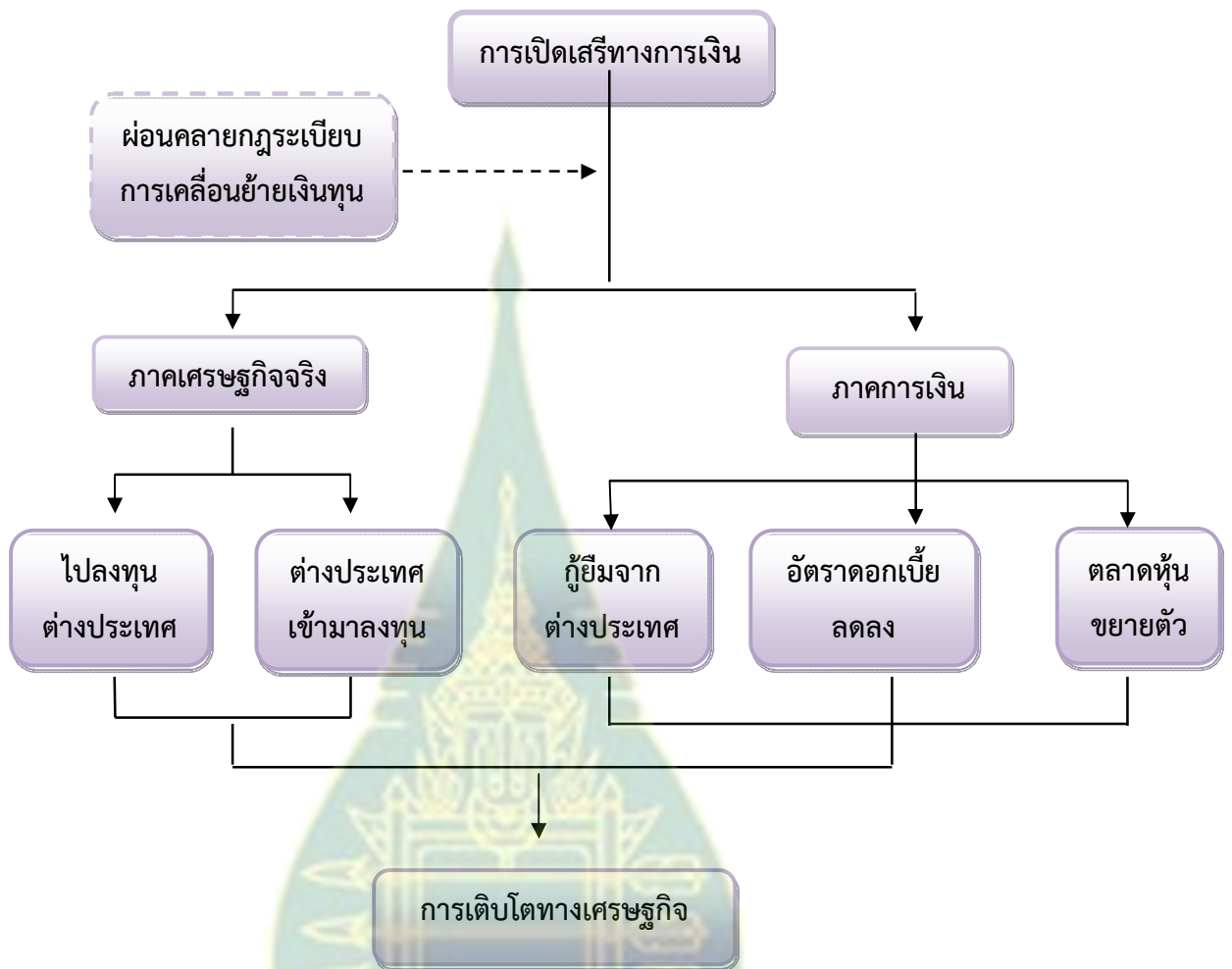
การเปิดเสรีทางการเงินโดยการที่ภาครัฐมีการผ่อนคลายนโยบายเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้น เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายเข้าและออกง่ายขึ้น ทั้งนี้การ

อำนวยความสะดวกดังกล่าว จะช่วยสนับสนุนให้เกิดการขยายตัวของการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ โดยสามารถพิจารณาผลของการเปิดเสรีทางการเงินผ่านภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน ดังนี้

1. ภาคเศรษฐกิจจริง เมื่อมีการผ่อนคลายกฎระเบียบเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุน จะจูงใจให้นักลงทุนไทยไปลงทุนในต่างประเทศมากขึ้น ซึ่งในระยะยาวก็จะส่งผลกำไรกลับเข้ามาที่บริษัทแม่ในประเทศ ขณะเดียวกันนักลงทุนต่างชาติก็เข้ามาลงทุนในประเทศไทยในลักษณะของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) มากขึ้นด้วย ส่งผลดีต่อภาคการผลิตภายในประเทศให้มีการขยายตัว เกิดการจ้างงานเพิ่มขึ้น และมีการขยายตัวในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง ในที่สุดนำไปสู่การขยายตัวทางเศรษฐกิจตามมา

2. ภาคการเงิน เมื่อมีการผ่อนคลายกฎระเบียบเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศแล้ว จะส่งผลให้ภาคการเงินมีแนวโน้มขยายตัวขึ้น จากการที่มีเม็ดเงินใหม่ๆ ไหลเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ภายในประเทศ นอกจากนี้เงินทุนที่ไหลเข้ามาส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มลดลง ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการลงทุนภายในประเทศอีกทางหนึ่ง รวมทั้งสถาบันการเงินและบริษัทเอกชนก็มีทางเลือกที่จะกู้ยืมเงินจากต่างประเทศได้มากขึ้น สิ่งต่างๆ เหล่านี้ เอื้อต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (ดูภาพที่ 2.1)





ภาพที่ 2.1 การเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ

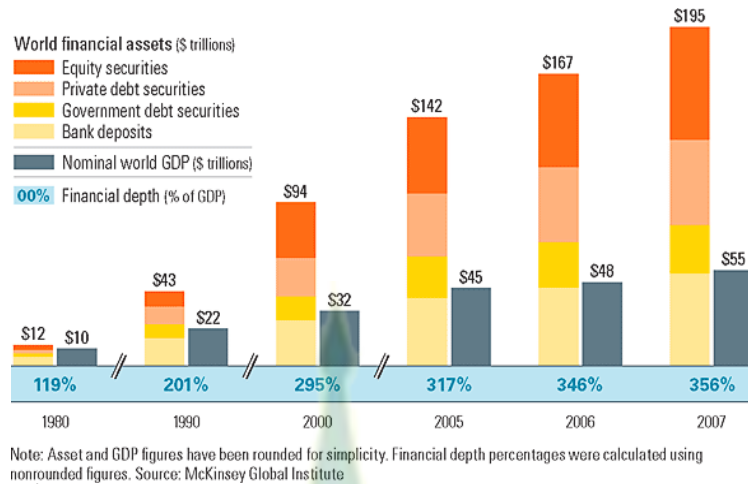
2.2 ความลึกทางการเงินกับการพัฒนาภาคการเงิน

โดยทั่วไปภาคการเงิน (financial sector) จะประกอบด้วย ตลาดการเงิน ธุรกรรมทางการเงิน และสถาบันการเงินที่อยู่ในตลาด รวมทั้งข้อกำหนดและกฎระเบียบต่างๆ ในการกำกับดูแลการทำธุรกรรมทางการเงินที่เกิดขึ้น ซึ่งภาคการเงินมีบทบาทสำคัญในการเป็นสื่อกลางในการระดมทุนและการจัดสรรทรัพยากรไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริง โดยเป็นการระดมเงินจากผู้ที่มีเงินออมไปสู่ผู้ที่ต้องการใช้เงิน ตลอดจนทำหน้าที่ในการชำระเงิน การโอนเงิน การแลกเปลี่ยน และการให้สินเชื่อเพื่อรองรับธุรกรรมทางการค้าและการลงทุนที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ เมื่อภาคการเงินมีการพัฒนาขึ้นมีผู้เล่นในตลาดมากขึ้น จะทำให้ต้นทุนทางธุรกรรมต่ำลงจากการที่ผู้ใช้บริการสามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้สะดวกขึ้น เกิดการแข่งขันของสถาบันการเงินในการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน

มีการนำระบบคอมพิวเตอร์มาใช้งานมากขึ้น นอกจากนี้ผู้ใช้บริการยังมีทางเลือกในการลงทุนและการใช้บริการที่หลากหลายขึ้น

การเปิดเสรีทางการเงินนอกจากจะส่งผลให้เกิดความหลากหลายของผู้เล่นในตลาด จากการที่ทางการอนุญาตให้เกิดการแข่งขันจากทั้งจากสถาบันการเงินในประเทศและสถาบันการเงินต่างชาติ ทำให้ปริมาณธุรกรรมในระบบเพิ่มขึ้น ยังส่งผลให้เกิดความลึกทางการเงินตามมา การเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน โดยเฉพาะการเปิดเสรีตลาดทุน (capital market liberalization) จะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนและการลงทุนระหว่างประเทศมากขึ้น ผู้ที่มีเงินเหลือออมหรือต้องการกักขังไม่เพียงแต่พึ่งพาสถาบันการเงินและตลาดทุนในประเทศเท่านั้น หากแต่สามารถไปหาดอกผลหรือกักขังจากตลาดระหว่างประเทศได้ด้วย เมื่อประเทศมีความเจริญก้าวหน้าในทางเศรษฐกิจประชาชนในประเทศก็ย่อมมีฐานะทางเศรษฐกิจหรือรายได้ที่สูงขึ้น โดยทั่วไปนิยมวัดจากรายได้ประชาชาติต่อหัวของประชากร เมื่อประชาชนมีรายได้มากขึ้นก็มีการออมมากขึ้น รวมทั้งมีการลงทุนด้านการศึกษามากขึ้น ทำให้ประชากรโดยรวมมีระดับการศึกษาสูงขึ้นตามไปด้วยเช่นกัน เมื่อเป็นเช่นนี้ประชาชนย่อมแสวงหาทางเลือกของการลงทุนที่จะได้รับผลตอบแทนจากเงินออมเพิ่มขึ้น โดยมีได้พอใจแต่เพียงอัตราดอกเบี้ยจากการฝากเงินไว้กับสถาบันการเงินเท่านั้น การลงทุนในตราสารทางการเงินอื่นๆ เช่น หุ้น พันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้เอกชน จึงเป็นทางเลือกอีกทางเลือกหนึ่งของการออม นอกจากนี้ประเทศที่มีการพัฒนาตลาดการเงินไปมากนักลงทุนอาจมองหาโอกาสจากช่องทางการลงทุนใหม่ๆ เช่น อัตราแลกเปลี่ยน และตราสารอนุพันธ์ เป็นต้น ในขณะที่ประเทศที่มีระดับการพัฒนาของตลาดการเงินต่ำ ทางเลือกของประชาชนก็ย่อมมีน้อย

ในช่วง 2-3 ทศวรรษที่ผ่านมา ตลาดทุนระหว่างประเทศมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง แม้ว่าจะมีวิกฤตการเงินเกิดขึ้นเป็นระยะๆ เช่น การเกิดวิกฤตในเอเชีย ค.ศ. 1997 วิกฤตในสหรัฐอเมริกา ค.ศ. 2007 และวิกฤตในยุโรป ค.ศ. 2009 ระดับการพัฒนาตลาดทุนดังกล่าวนิยมวัดจากสัดส่วนมูลค่ารวมของสินทรัพย์ทางการเงิน ได้แก่ ตราสารทุน ตราสารหนี้ และเงินฝากธนาคารพาณิชย์ ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เรียกว่า ความลึกทางการเงิน (financial depth) โดยทั่วไปเมื่อประเทศมีตลาดทุนที่พัฒนามากก็就会有ความลึกทางการเงินมาก เนื่องจากตลาดทุนมีขนาดใหญ่ และมีสินค้าทางการเงิน (financial product) ออกมามาก มีผู้ออกตราสารที่หลากหลาย ทำให้มีสินค้าให้เลือกจำนวนมากและมีความเสี่ยงในด้านเครดิตที่แตกต่างกัน เพื่อรองรับกับธุรกรรมทางการเงินที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ

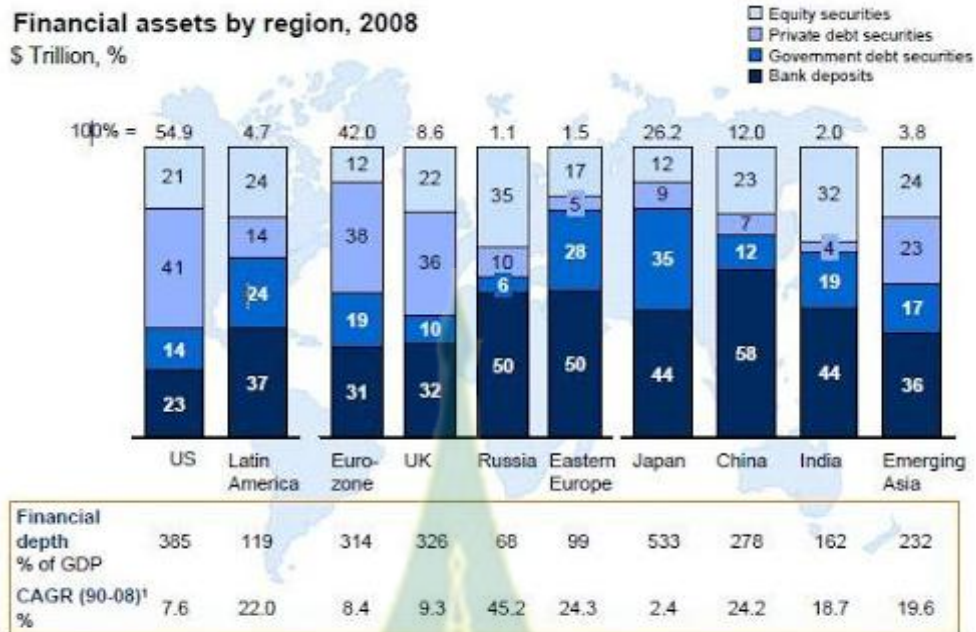


ที่มา: McKinsey Global Institute (2008)

ภาพที่ 2.2 ความลึกทางการเงินของโลก

ความลึกทางการเงิน (financial depth) ของประเทศต่างๆทั่วโลกมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วนับจาก ค.ศ. 2000 เป็นต้นมา โดยความลึกทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ เนื่องจากผู้ที่ต้องการเงินทุนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างกว้างขวาง เป็นการเพิ่มโอกาสในการลงทุนใหม่ๆ รวมทั้งสามารถกระจายความเสี่ยงจากการจัดหาเงินได้หลายแหล่ง นอกจากนี้ความลึกทางการเงินที่เพิ่มขึ้น ยังสะท้อนถึงการพัฒนาตลาดทุนอย่างรวดเร็วในระยะหลัง

อย่างไรก็เมื่อพิจารณาความลึกทางการเงินดังกล่าว พบว่ามีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ/กลุ่มประเทศ ดังแสดงในภาพที่ 2.3



ที่มา: McKinsey Global Institute (2009)

หมายเหตุ สินทรัพย์ทางการเงินประกอบด้วย ตราสารทุน ตราสารหนี้ภาคเอกชน ตราสารหนี้ภาครัฐ และเงินฝากธนาคาร

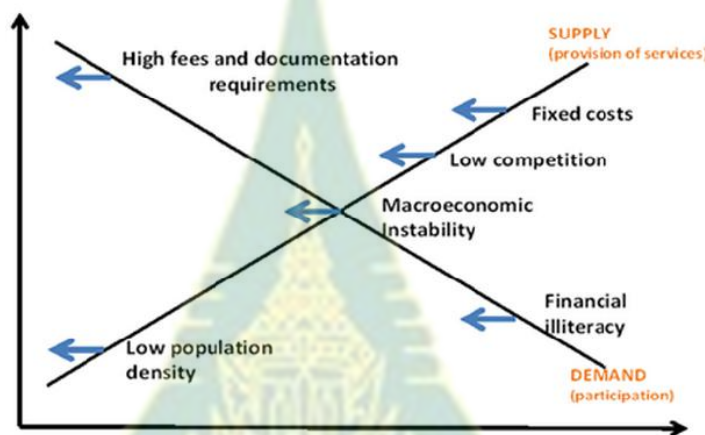
ภาพที่ 2.3 ความลึกทางการเงินรายประเทศ/กลุ่มประเทศ

เมื่อพิจารณาเป็นรายประเทศ/กลุ่มประเทศแล้ว พบว่าส่วนใหญ่ประเทศที่พัฒนาแล้วมีความลึกทางการเงินมากกว่าประเทศกำลังพัฒนา โดยประเทศญี่ปุ่นเป็นประเทศที่มีความลึกทางการเงินมากที่สุด คิดเป็นร้อยละ 533 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) รองลงมาได้แก่ สหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักรตามลำดับ โดยมีความลึกทางการเงินคิดเป็นร้อยละ 385 และ 314 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ส่วนประเทศที่มีความลึกทางการเงินต่ำที่สุด ได้แก่ รัสเซีย รองลงมาได้แก่ กลุ่มประเทศยุโรปตะวันออก และอินเดีย ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาสัดส่วนของสินทรัพย์ทางการเงิน พบว่าประเทศพัฒนาแล้วส่วนใหญ่ (ยกเว้น ญี่ปุ่น) มีตราสารหนี้ภาคเอกชน และตราสารทุนอยู่ในสัดส่วนสูง ต่างจากประเทศกำลังพัฒนาที่มีเงินฝากธนาคารพาณิชย์และตราสารหนี้ภาครัฐในสัดส่วนสูง

ปัจจัยที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาภาคการเงินและความลึกทางการเงิน

จากงานศึกษาของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF 2015) พบว่าการพัฒนาภาคการเงิน โดยเฉพาะความลึกทางการเงินจะเกิดขึ้นได้มาน้อยเพียงใดนั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากปัจจัยแวดล้อมภายนอก เช่น ลักษณะโครงสร้างทางเศรษฐกิจและสังคมของแต่ละประเทศ ปัจจัยทางการเงินเมือง กวาระเบียบต่างๆ เป็นต้น โดยแบ่งพิจารณาเป็นด้านอุปสงค์และอุปทาน

Supply and demand factors limit deepening



ที่มา: IMF staff (2015)

ภาพที่ 2.4 ปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทานที่เป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาความลึกทางการเงิน

เมื่อพิจารณาด้านอุปทานพบว่า ในกรณีประเทศมีต้นทุนคงที่ (fixed cost) สูงในการขยายธุรกิจ ประชากรมีความหนาแน่นน้อยทำให้ไม่มีแรงจูงใจในการสร้างเครือข่ายการให้บริการเพราะรายได้อาจไม่คุ้มทุน ประกอบกับมีจำนวนคู่แข่งชั้นในตลาดน้อย มีกฎระเบียบและขั้นตอนมากใช้เวลานานในการทำธุรกรรม มีนโยบายกีดกันผู้เล่นรายใหม่ไม่ให้เข้าสู่ตลาดได้ง่าย และตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์มหภาคไม่ค่อยมีเสถียรภาพ ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ล้วนเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาภาคการเงินและความลึกทางการเงิน ซึ่งมักจะพบในประเทศกำลังพัฒนาทั่วไปที่มีรายได้ต่อหัว (per capita income) ต่ำ ส่วนทางด้านอุปสงค์ก็มีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมหรือเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาภาคการเงินได้เช่นกัน งานศึกษานี้พบว่า ประเทศที่ประชากรมีความรอบรู้ทางการเงินการลงทุนต่ำเป็นอุปสรรคสำคัญที่จะพัฒนาความลึกทางการเงิน เพราะผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่จะไม่ได้รับการตอบรับจากตลาดทำให้เกิดการพัฒนาและขยายตัวได้ยาก นอกจากนี้การคิดค่าธรรมเนียมในการทำธุรกรรมสูง อัตราดอกเบี้ยสูง และกำหนดเงื่อนไข/เอกสารต่างๆ มาก ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่อาจลดความต้องการใช้บริการทางการเงินลง

ดังนั้นหากสามารถลดอุปสรรคต่างๆเหล่านี้ลงได้ ก็จะช่วยส่งเสริมให้เกิดการพัฒนาความลึกทางการเงินและภาคการเงินได้ ซึ่งจะต้องได้รับความร่วมมือทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชน สิ่งสำคัญคือ ต้องพยายามสร้างบรรยากาศของการแข่งขันระหว่างสถาบันการเงิน มีการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารให้ทุกคนเข้าถึงได้ง่าย อำนวยความสะดวกให้ตลาดได้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ภาครัฐควรดูแลเสถียรภาพทางเศรษฐกิจให้ดีเพื่อสร้างความมั่นใจให้ตลาดและแทรกแซงเท่าที่จำเป็น อย่างไรก็ตามการพัฒนาความลึกทางการเงินและภาคการเงิน คงไม่มีสูตรสำเร็จตายตัวว่าจะทำอย่างไร ทั้งนี้เนื่องจากแต่ละประเทศมีโครงสร้างทางเศรษฐกิจและสังคมที่แตกต่างกันไปในตัวเอง

2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์

ในระยะเวลาที่ผ่านมาการศึกษาเชิงประจักษ์ ที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของการเปิดเสรีทางการเงิน การพัฒนาตลาดทุน และการเติบโตทางเศรษฐกิจนั้นมีความซับซ้อนหลากหลาย ส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาในประเทศพัฒนาแล้วและตลาดเกิดใหม่ (emerging market) ที่มีการเปิดเสรีทางการเงินมาระยะหนึ่งแล้ว โดยจะแบ่งเป็นการเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ การพัฒนาตลาดทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ และการพัฒนาตลาดตราสารหนี้กับการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยมีรายละเอียดดังนี้

การเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ

จากงานศึกษาที่ผ่านมา มักจะมีการตั้งคำถามอยู่บ่อยครั้งว่า การเปิดเสรีทางการเงินส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจจริงหรือ อย่างไรก็ตามงานศึกษาส่วนใหญ่ค่อนข้างจะมีความเห็นโน้มเอียงไปในทางที่ว่า การเปิดเสรีทางการเงินส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ เช่น Ranciere et al (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง การเปิดเสรีทางการเงินกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ ของ 58 ประเทศทั่วโลก โดยใช้ข้อมูลในช่วง ค.ศ. 1980–2002 และมีมุมมองที่สำคัญ คือ การเปิดเสรีทางการเงินส่งผลดีต่อการพัฒนาภาคการเงินและนำไปสู่การขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาว ขณะเดียวกันการเปิดเสรีทางการเงินก็เป็นการเปิดรับความเสี่ยงจากภายนอกประเทศ และระบบเศรษฐกิจต้องเผชิญกับความผันผวนมากขึ้น และบ่อยครั้งก็นำไปสู่การเกิดวิกฤตการเงินและเศรษฐกิจ สอดคล้องกับงานการศึกษาของ Bekaert et al (2005) ที่พบว่า การเปิดเสรีการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 1 อย่างไรก็ตามการตอบสนองของการเติบโตทางเศรษฐกิจต่อการเปิดเสรีทางการเงินนั้นอาจมีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ทั้งนี้ขึ้นกับปัจจัยสำคัญ 2 ประการ คือ 1) จำนวนการลงทุนที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดเสรีทางการเงิน และ 2) ประสิทธิภาพของเม็ดเงินลงทุนใหม่ที่เพิ่มขึ้นมานั้นเป็นอย่างไร ทั้งนี้ส่วนใหญ่พบว่าประเทศที่มีสต็อกทุนทางกายภาพและทุนมนุษย์อยู่ในสัดส่วนสูง ตลาดการเงินทำงานในการจัดสรรเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และมีกฎหมาย ภาวะเป็ยบ

ที่ชัดเจนมีความโปร่งใส จะทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจตอบสนองต่อการเปิดเสรีทางการเงินได้ดีกว่าประเทศที่มีความพร้อมในเรื่องดังกล่าวต่ำ ส่วน Henry (2000) ยืนยันว่าการเปิดเสรีทางการเงินส่งผลให้เกิดการขยายตัวด้านการลงทุน อันเป็นผลมาจากการผ่อนคลายกฎระเบียบต่าง ๆ ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้ง่ายและในปริมาณที่มากกว่าในอดีต ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในท้องถิ่นมีแนวโน้มปรับตัวลดลง ซึ่งกระตุ้นให้เกิดการลงทุนในระบบเศรษฐกิจนั่นเอง และการลงทุนที่เพิ่มขึ้นทั้งการลงทุนในภาคการผลิตและการลงทุนในหลักทรัพย์ ต่างก็เอื้อให้เกิดการขยายตัวของเศรษฐกิจในที่สุด กล่าวคือ การลงทุนในภาคการผลิต จะทำให้มีการขยายตัวของการใช้ปัจจัยการผลิตต่างๆ เชื่อมโยงไปยังธุรกิจอื่น (spin over) รวมทั้งเกิดการจ้างงานใหม่ๆขึ้น ประชาชนมีรายได้ในการจับจ่ายใช้สอยมากขึ้น ทำให้เศรษฐกิจขยายตัวในที่สุด สอดคล้องกับผลการศึกษาของ King and Levine (1993) ที่ระบุว่าภาคการเงินที่มีการพัฒนาในระดับสูง โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์และตลาดหลักทรัพย์ที่มีการพัฒนาไปพร้อมๆกัน จะส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ภาคการเงินเป็นภาคเศรษฐกิจที่ขึ้นนำการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้ง Neusser and Kugler (1998) และ Choe and Moosa (1999) ก็ได้ข้อสรุปจากการศึกษาในทำนองเดียวกัน คือ การเปิดเสรีทางการเงิน และการพัฒนาตลาดการเงิน จะส่งผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ

นอกจากนี้งานศึกษาของ Levine (2001) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปิดเสรีในตลาดทุน และระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการเปิดเสรีทางการเงินกับการพัฒนาเศรษฐกิจ ในประเทศต่างๆ รวม 15 ประเทศ โดยผลการศึกษากล่าวว่าการเปิดเสรีทางการเงินส่งเสริมให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์มากขึ้น ทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีสภาพคล่อง และนำไปสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ ผ่านการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จากการที่การระดมเงินผ่านตลาดทุนทำได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้การเปิดเสรีในระบบธนาคารพาณิชย์ทำให้เกิดการแข่งขันในการดำเนินธุรกิจ ธนาคารต่างชาติที่มีขนาดใหญ่เข้ามาแข่งขันในตลาดภายในประเทศ ส่งผลให้เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยี และกระตุ้นให้ระบบธนาคารพาณิชย์ภายในประเทศมีการปรับปรุงประสิทธิภาพในการดำเนินงานให้ดีขึ้น มีมาตรฐานและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล โดยสรุปได้ว่าการเปิดเสรีทางการเงินส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านการพัฒนาตลาดการเงินนั่นเอง

ในขณะที่งานศึกษาของ Ang and McKibbin (2005) ที่ศึกษาการเปิดเสรีทางการเงิน การพัฒนาภาคการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเป็นการศึกษาในกรณีของประเทศไทย ใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติ ได้แก่ วิธี Cointegration เพื่อศึกษาคุณภาพในระยะยาวของตัวแปรทางเศรษฐกิจ และวิเคราะห์เชิงเหตุและผลด้วยวิธี Causality โดยตัวแปรในการศึกษาประกอบด้วยมูลค่าผลิตภัณฑ์ภายในประเทศ ปริมาณเงิน สินทรัพย์ของระบบธนาคารพาณิชย์ อัตราดอกเบี้ยที่

แท้จริง มูลค่าการนำเข้าและส่งออก การออม และการลงทุน และใช้ข้อมูลระหว่าง ค.ศ. 1960 - 2001 ผลการศึกษาพบว่า การเติบโตทางเศรษฐกิจส่งผลต่อการพัฒนาภาคการเงินในระยะยาว แต่ภาคการเงินกลับไม่ได้ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวมีความแตกต่างจากงานศึกษาส่วนใหญ่ในระยะที่ผ่านมา โดยเขาให้ความเห็นว่าภาคการเงินจะส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจนั้น ปัจจัยสำคัญ คือ ประสิทธิภาพในการจัดสรรเงินทุนที่ระดมมาไปยังภาคเศรษฐกิจต่างๆ หากระบบสถาบันการเงินไม่สามารถดำเนินบทบาทได้อย่างมีประสิทธิภาพแล้ว ก็อาจส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจไม่มากนักนั่นเอง

สำหรับงานศึกษาเกี่ยวกับการเปิดเสรีทางการเงินในประเทศไทย แม้ว่าจะมีอย่างแพร่หลาย โดยเฉพาะในระยะที่ประเทศไทยมีการเริ่มเปิดเสรีทางการเงินในช่วง พ.ศ. 2530-2540 อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันโครงสร้างตลาดการเงินมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปจากอดีตค่อนข้างมาก ตลอดจนภาคการเงินมีการพัฒนาขึ้นเป็นลำดับ ทำให้ภาคการเงินของประเทศไทยมีความลึกทางการเงิน (financial deepening) มากขึ้น โดยบทบาทของการระดมทุนผ่านตลาดการเงินที่ระบบธนาคารพาณิชย์ครองอันดับ 1 มานานนั้น การระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้กลายมาเป็นช่องทางที่มีบทบาทอันดับ 1 แทนที่เงินฝากของระบบธนาคารพาณิชย์ตั้งแต่ปี 2550 เป็นต้นมา ซึ่งก็สอดคล้องกับทิศทางการพัฒนาตลาดการเงินในประเทศไทยพัฒนาแล้ว ที่บทบาทของธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นการระดมเงินทางอ้อมจะลดบทบาทลงเมื่อเศรษฐกิจมีการพัฒนาเพิ่มขึ้น เนื่องจากประชาชนมีความรู้ในเรื่องการเงินดีขึ้นและมีความนิยมลงทุนและระดมทุนโดยตรงที่ไม่ผ่านตัวกลางทางการเงิน เช่น การลงทุนหรือการระดมทุนผ่านตราสารทางการเงินทั้งตราสารทุนและตราสารหนี้มากขึ้น นอกจากนี้ในปัจจุบันที่ประเทศไทยจะต้องเตรียมเข้าสู่ประชาคมอาเซียนใน พ.ศ. 2558 ซึ่งภาคการเงินเองก็ต้องมีการปรับตัวเพื่อให้ได้มาตรฐานเดียวกันกับประเทศอื่นในภูมิภาค การเปิดตัวของภาคการเงินมีแนวโน้มมากขึ้น จากธุรกรรมทางการค้าและการเงินระหว่างประเทศที่ขยายตัว ตลอดจนการแข่งขันในภาคการเงินมีแนวโน้มสูงขึ้นจากการเปิดเสรีทางการเงินภายใต้กรอบของอาเซียน ที่จะมีสถาบันการเงินจากต่างประเทศเข้ามาแข่งขัน ดังนั้นงานศึกษานี้ นอกจากต้องการศึกษาบทเรียนในอดีตแล้ว ยังต้องการเตรียมความพร้อมสู่การปรับตัวดังกล่าวอีกด้วย

การพัฒนาตลาดทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ

ในทางทฤษฎีมีความเชื่อว่าตลาดทุนที่มีการพัฒนาเพิ่มขึ้น จะส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านการสะสมทุนและส่งผ่านไปยังภาคเศรษฐกิจจริง นำไปสู่การขยายการผลิต การลงทุนใหม่ๆ มีการจ้างงานมากขึ้น เมื่อประชาชนมีรายได้มากขึ้นก็จะส่งผลดีต่อการบริโภคและการออม และการเติบโตทางเศรษฐกิจในที่สุด และเพื่อตอบคำถามที่ว่าตลาดทุนส่งผลบวกกับการเติบโตทาง

เศรษฐกิจจริงหรือไม่ ดังนั้นในระยะที่ผ่านมาจึงมีงานศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจออกมาจำนวนมาก ซึ่งผลการศึกษายังไม่มีข้อสรุปที่แน่นอน โดยงานศึกษาจำนวนหนึ่งระบุว่า พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างตลาดทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ กล่าวคือ การพัฒนาตลาดทุนส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ ขณะที่งานศึกษาอีกจำนวนหนึ่งกลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว หรือบางงานศึกษากลับพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นลบ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขในแต่ละประเทศเป็นสำคัญ เช่น เม็ดเงินที่ระดมมาได้ถูกจัดสรรอย่างไร ประสิทธิภาพของการระดมทุน และต้นทุนทางการเงินที่แตกต่างกัน เป็นต้น ก็ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ต่างกันไป

สำหรับงานศึกษา Tang et al. (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ ของประเทศในเอเชีย 12 แห่ง ได้แก่ จีน ไต้หวัน ฮองกง ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ ไทย อินเดีย และศรีลังกา ใช้ข้อมูลรายไตรมาสจาก ค.ศ. 1980-2004 โดยเป็นการศึกษาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตามวิธีของ Johansen (1988) และความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลตามวิธี Granger causality ผลการศึกษาพบว่าตลาดทุนที่มีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวนั้น มีเพียง 4 ตลาด ได้แก่ จีน ไต้หวัน ฟิลิปปินส์ และสิงคโปร์ ส่วนผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลมีความหลากหลายแตกต่างกันออกไป ซึ่งในบางประเทศแสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์ 2 ทิศทาง กล่าว คือ ตลาดหุ้นส่งผลกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ ขณะเดียวกันการขยายตัวทางเศรษฐกิจก็ส่งผลเชิงบวกต่อตลาดหุ้นด้วย และประเทศเหล่านี้ ได้แก่ จีน ฮองกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย และไทย ส่วนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นและเกาหลีนั้น มีผลแตกต่างออกไป โดยผลการศึกษาเชิงประจักษ์ระบุว่าตลาดหุ้นในสองประเทศนี้ ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจแต่การเติบโตทางเศรษฐกิจไม่มีผลต่อตลาดหุ้นแต่อย่างใด สำหรับในกรณีของอินเดียและสิงคโปร์นั้น กลับพบว่าตลาดทุนส่งผลต่อตลาดหุ้นเพียงด้านเดียวแต่ตลาดหุ้นมิได้ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ในตลาดหุ้นศรีลังกา กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตลาดทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วงระยะเวลาที่ศึกษา

ในขณะที่งานศึกษาของ Mun, H. W. et al (2008) ก็มีความใกล้เคียงกับ Tang et al. (2007) โดยศึกษาความสัมพันธ์ของตลาดหุ้นกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศมาเลเซีย พบว่า ในกรณีของประเทศมาเลเซีย นั้นตลาดหุ้นมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ผ่านการเป็นแหล่งเงินทุนสำหรับธุรกิจเอกชนที่เข้าไประดมทุนเพื่อนำไปใช้ในการลงทุนใหม่ๆ และการขยายธุรกิจ ในขณะเดียวกันการขยายตัวทางเศรษฐกิจเองก็เป็นตัวเร่งให้เกิดการขยายตัวของตลาดหุ้นเช่นกัน อย่างไรก็ตามจากการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลตามวิธี Granger Causality โดยใช้ข้อมูลรายปีจาก ค.ศ. 1977-2006 ผลการศึกษายืนยันว่าตลาดหุ้นมีอิทธิพลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อตลาดหุ้นของประเทศมีขนาดใหญ่

ขึ้น โดยทั่วไปพิจารณาจากมูลค่าตามราคาตลาด (market capitalization) นั้นเอง จะส่งผลให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจตามมา

นอกจากนี้งานศึกษาเชิงประจักษ์ในระยะที่ผ่านมา เช่น Levine and Zervos (1998) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของตลาดหุ้น ธนาคาร และการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเก็บข้อมูลจากประเทศต่างๆ 47 ประเทศ ซึ่งรวมบางประเทศในอาเซียนด้วย ในช่วง ค.ศ. 1976-1993 ผลการศึกษาพบว่า การพัฒนาตลาดทุนเป็นกลไกสำคัญที่เสริมสร้างให้เกิดการสะสมทุน การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต และการเติบโตทางเศรษฐกิจ เนื่องจากตลาดทุนเป็นกลไกสำคัญในการจัดสรรเงินทุนสู่ภาคเศรษฐกิจจริง นำไปสู่การขยายตัวของภาคการผลิตและการจ้างงาน และยังเป็นทางเลือกสำหรับผู้ที่ต้องการลงทุน ให้สามารถหาแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนดีและกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้จากการลงทุนในตราสารที่มีความหลากหลายมากขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าสภาพคล่องของตลาดทุน และการพัฒนาระบบธนาคารก็ส่งผลบวกต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตามงานศึกษาของ Levine and Zervos (1998) กลับพบว่า ขนาดและความผันผวนของตลาดทุน รวมทั้งการเชื่อมโยงกับตลาดหุ้นระหว่างประเทศไม่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานศึกษาของ Mohtadi and Agarwal (1998) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการพัฒนาตลาดหุ้นกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยใช้ข้อมูลของตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 21 ประเทศ ซึ่งก็รวมทั้งบางประเทศในอาเซียน อาทิ ไทย อินโดนีเซีย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ ในช่วง ค.ศ. 1977-1997 และใช้แบบจำลองสมการถดถอย ผลการศึกษาพบว่า การพัฒนาตลาดหุ้นส่งผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้สภาพคล่องและขนาดของตลาดหุ้นก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน ซึ่งข้อสรุปในประเด็นหลังนี้ขัดแย้งกับงานศึกษาของ Levine and Zervos (1998) ที่กล่าวว่าขนาดของตลาดหุ้นไม่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ

การพัฒนาตลาดตราสารหนี้กับการเติบโตทางเศรษฐกิจ

ตลาดตราสารหนี้ นับเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวที่สำคัญอีกแหล่งหนึ่ง นอกเหนือจากตลาดหุ้นและเงินฝากธนาคาร ประเทศที่มีตลาดตราสารหนี้ที่พัฒนาจะเป็นทางเลือกให้กับผู้ที่มีเงินเหลือสามารถเข้ามาลงทุนได้ ในขณะที่เดียวกันผู้ที่ต้องการระดมทุนก็สามารถออกตราสารทางการเงินมาจำหน่ายในตลาดฯ การลงทุนและการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้เป็นรูปแบบการระดมทุนทางตรงที่ผู้ระดมทุน/ออกตราสารสามารถจำหน่ายให้กับนักลงทุนโดยตรงโดยไม่ผ่านตัวกลางทางการเงิน ทำให้ผู้ลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนสูงกว่าและขณะเดียวกันผู้ระดมทุนก็มีต้นทุนต่ำกว่าเมื่อเทียบกับการระดมทุน/ฝากเงินผ่านสถาบันการเงิน เนื่องจากการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ไม่ต้องผ่านคนกลาง

ดังกล่าว อย่างไรก็ตามในทางทฤษฎีมีความเชื่อว่าการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีสินค้าจำนวนมาก และมีมาตรฐาน จะเป็นผลบวกต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ดังนั้นในระยะที่ผ่านมาจึงมีงานศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้กับการเติบโตทางเศรษฐกิจออกมาจำนวนมาก เพื่อยืนยันว่าตลาดตราสารหนี้ที่พัฒนาจะส่งผลบวกต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เช่น งานศึกษาของ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ เกี่ยวกับบทบาทของตลาดตราสารหนี้ในประเทศต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดย Ali Abbas and Christensen (2007) ใช้ข้อมูลประเทศประเทศกำลังพัฒนาและตลาดเกิดใหม่ (emerging market) จำนวน 93 ประเทศ ในช่วง ค.ศ. 1975-2004 พบว่าตลาดตราสารหนี้ในประเทศมีบทบาทสำคัญต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ และการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศส่งผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ผ่านการลงทุนที่มีประสิทธิภาพและช่องทางการลงทุนที่สร้างผลผลิตมากกว่าการเพิ่มปริมาณตราสารหนี้ในตลาด ดังนั้น การจัดสรรเม็ดเงินไปลงทุนไปในภาคเศรษฐกิจต่างๆจึงเป็นเรื่องสำคัญที่จะส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้งานศึกษานี้ยังพบว่าตลาดตราสารหนี้ในประเทศมีความเชื่อมโยงกับตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค และตัวแปรทางการเงินอื่น เช่น การออมภาคเอกชน (private saving) มีผลต่อตลาดตราสารหนี้ สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างความลึกทางการเงินกับตลาดตราสารหนี้ พบว่าตลาดตราสารหนี้ส่งผลโดยตรงต่อความลึกทางการเงิน ในขณะที่ความลึกทางการเงินส่งผลเล็กน้อยต่อตลาดตราสารหนี้

นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาในลักษณะที่คล้ายคลึงกัน เช่น งานศึกษาของ Fink et al. (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตลาดพันธบัตรกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศพัฒนาแล้ว จำนวน 13 ประเทศ ประกอบด้วย สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมนี สวิตเซอร์แลนด์ ออสเตรีย สเปน อิตาลี ฟินแลนด์ เนเธอร์แลนด์ โปรตุเกส ฝรั่งเศส สวีเดน และญี่ปุ่น โดยใช้ข้อมูลจาก ค.ศ. 1950-2000 ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างตลาดพันธบัตรกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้มีความหลากหลายแตกต่างกันออกไป โดยแบ่งเป็นกลุ่มได้ดังนี้ คือ กลุ่มที่มีความสัมพันธ์ 2 ทาง (bi-directional causality) โดยตลาดพันธบัตรกับการเติบโตทางเศรษฐกิจต่างมีผลกระทบซึ่งกันและกัน ได้แก่ ญี่ปุ่น อิตาลี และฟินแลนด์ ส่วนประเทศที่ตลาดพันธบัตรส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจด้านเดียว ได้แก่ สหรัฐอเมริกา อังกฤษ เยอรมนี ออสเตรีย และสวิตเซอร์แลนด์ อย่างไรก็ตามกลับพบว่าในประเทศฝรั่งเศส โปรตุเกส และสวีเดนนั้นตลาดพันธบัตรกับการเติบโตทางเศรษฐกิจไม่มีความสัมพันธ์กัน นอกจากนี้ผลการศึกษาไม่พบว่าการเติบโตทางเศรษฐกิจส่งผลต่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรแต่อย่างใด

สอดคล้องกับงานศึกษาของ Kapingura and Makhetha-Kosi (2014) ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตลาดพันธบัตรกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศแอฟริกาใต้ โดยใช้ข้อมูล

อนุกรมเวลารายไตรมาสจาก ค.ศ. 1995-2000 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการพัฒนาตลาดพันธบัตร และการขยายตัวทางเศรษฐกิจต่างส่งผลเกื้อหนุนซึ่งกันและกัน กล่าวคือการพัฒนาตลาดพันธบัตรส่งผลกระทบต่อขยายทางเศรษฐกิจ ในขณะที่เดียวกันการเติบโตทางเศรษฐกิจก็ส่งผลกระทบต่อพัฒนาตลาดพันธบัตรเช่นกัน จากการทำตลาดพันธบัตรทำให้เกิดการระดมทุนจากผู้ที่มีเงินเหลือ/เงินออมไปยังผู้ที่ต้องการใช้เงิน ทำให้เกิดการสะสมทุนและนำไปสู่การพัฒนาภาคการเงิน รวมทั้งเป็นเส้นทางส่งผ่านการนำทรัพยากรในภาคการเงินสู่ภาคเศรษฐกิจจริง ส่งผลให้เกิดการลงทุนใหม่ๆและการขยายตัวของการลงทุนดังกล่าวนำไปสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะต่อมา

โดยสรุปจากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา พบว่าภาคการเงิน (financial sector) มีบทบาทสำคัญในการสะสมทุน การระดมทุน และการจัดสรรทรัพยากรไปยังภาคเศรษฐกิจจริง ผ่านช่องทางต่างๆในภาคการเงิน ในทางทฤษฎีมีความเชื่อว่าช่องทางเหล่านี้ที่เป็นสื่อกลางในตลาดการเงิน ประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ ล้วนมีบทบาทในการจัดสรรเม็ดเงินไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริงทั้งสิ้น อย่างไรก็ตามการศึกษาเชิงประจักษ์กลับพบว่ามีความแตกต่างหลากหลายในแต่ละประเทศ ยกตัวอย่างเช่น ตลาดตราสารหนี้อาจส่งผลกระทบต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจได้ดีในบางประเทศ แต่กลับไม่พบผลดังกล่าวในบางประเทศ เป็นต้น ทั้งนี้ขึ้นกับปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน และความพร้อมของแต่ละประเทศเป็นสำคัญ นอกจากนี้จากประสบการณ์ในอดีตของประเทศต่างๆ พบว่าการเปิดเสรีทางการเงินที่ผ่อนคลายนโยบายเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนให้มีความสะดวกยิ่งขึ้น การเปิดเสรีในภาคธนาคารและตลาดทุน รวมทั้งขยายเขตแดนการถือครองทรัพย์สินต่างประเทศมากขึ้น อาทิ การออกไปลงทุนในต่างประเทศ หรือต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศ เป็นต้น จะส่งเสริมให้ภาคการเงินมีขนาดใหญ่ขึ้นจากธุรกรรมทางการเงินที่เพิ่มขึ้น มีความลึกทางการเงินมากขึ้น และเพิ่มบทบาทในการจัดสรรทรัพยากรสู่ภาคเศรษฐกิจจริงมากขึ้นด้วย ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าภาคการเงินนับเป็นด่านแรกในการรองรับเงินทุนจากต่างประเทศ หากภาคการเงินได้รับการพัฒนา มีความเข้มแข็ง และมีความพร้อมในด้านต่างๆ ก็จะสามารถทำบทบาทการจัดสรรทรัพยากรสู่ภาคเศรษฐกิจจริงได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผ่านช่องทางระดมทุนที่สำคัญ คือ ธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดตราสารหนี้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามปัจจัยพื้นฐานทางการเงิน เช่น ระดับการพัฒนาภาคการเงิน ความลึกทางการเงิน และประสิทธิภาพในการจัดสรรเงินทุน ในแต่ละประเทศมีความแตกต่างกันหลากหลาย ดังนั้นผลการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ศึกษาเกี่ยวกับ ผลของช่องทางระดมทุน ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดตราสารหนี้ ที่ส่งผลกระทบต่อเติบโตทางเศรษฐกิจจึงมีความแตกต่างกัน จะเห็นว่าในบางประเทศช่องทางเหล่านี้ส่งผลต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในขณะที่อีกหลายประเทศกลับพบว่าการส่งผ่านทรัพยากรของช่องทางเหล่านี้บางช่องทางไม่ส่งผลกระทบต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจแต่อย่างใด