

บทที่ 5

ผลการศึกษา

การศึกษากการเปิดเสรีทางการเงินกับการพัฒนาเศรษฐกิจ: แนวทางที่เหมาะสมในประเทศไทย มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาความเป็นมาและสภาพทั่วไปของการเปิดเสรีทางการเงินในประเทศไทย รวมทั้งวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเสรีทางการเงินกับการพัฒนาเศรษฐกิจ โดยศึกษาในประเด็นของการเปิดเสรีทางการเงินที่ส่งผลต่อการเติบโตของภาคการเงิน และการเติบโตทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้จะระบุถึงช่องทางการระดมทุน ได้แก่ ระบบธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดตราสารหนี้ ที่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ในการศึกษานี้ได้เสนอแนะแนวทางที่เหมาะสมในการดำเนินนโยบายการเงินที่เกี่ยวข้องเชื่อมโยงกับการเปิดเสรีทางการเงิน และการปรับตัวของภาคการเงินเพื่อรองรับการเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนอีกด้วย เพื่อให้ภาคส่วนที่เกี่ยวข้องนำไปเป็นแนวทางในการวางนโยบายและกลยุทธ์ในการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพ

โดยการศึกษาในส่วนนี้เป็นผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณและใช้วิธีการทางเศรษฐมิติเพื่อเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ ได้แก่

- 1) แบบจำลอง VAR (Vector Autoregressive) ของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 2) การทดสอบ unit root เพื่อทดสอบคุณสมบัติความนิ่งของข้อมูล
- 3) การหาความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ ยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามวิธี cointegration
- 4) การหาความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลของตัวแปรที่นำมาศึกษาที่ละคู่ตามวิธี causality เพื่ออธิบายว่าตัวแปรใดเป็นเหตุให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรใด เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของแต่ละช่องทางการระดมทุนกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยมีรายละเอียดของผลการศึกษาดังนี้

5.1 แบบจำลอง VAR

แบบจำลอง VAR เป็นแบบจำลองทางเศรษฐมิติที่นำมาใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ โดยไม่ต้องทราบรูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรมาก่อน ทั้งนี้กำหนดให้ตัวแปรทุกตัวในแบบจำลองเป็นตัวแปรภายใน (endogenous variables) ทั้งหมด แต่ใช้ข้อมูลในอดีตของตัวแปรเหล่านั้นมาหาความสัมพันธ์ แต่ละตัวแปรจะขึ้นอยู่กับค่าในอดีตของตัวเองและตัวแปรภายในอื่น โดยในการศึกษาการเปิดเสรีทางการเงินกับการพัฒนาเศรษฐกิจนี้ ได้ใช้แบบจำลอง VAR 4 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรภายใน ดังนี้

- GDP = ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ
- BANK = เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์
- BOND = ยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้
- EQ = มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมการ VAR สามารถแสดงได้ดังสมการที่ (5-1)

$$Y_t = \mu + \sum_{i=1}^p \phi_i Y_{t-i} + u_t, \quad \text{-----(5-1)}$$

t = 1,2, ... ,T
p ≥ 1 และ 1 ≤ i ≤ p

$$u_t = R \epsilon_t$$

Y_t = เวกเตอร์ที่กำลังศึกษา

μ = เวกเตอร์ของ intercept term

ϕ_i = เวกเตอร์ของสัมประสิทธิ์

ϵ_t = เวกเตอร์ของ error term

R = ตัวไม่รู้ค่าที่เป็น fixed non-singular เมตริกซ์

$$\epsilon_t \sim \text{iid } N(0, I), \quad t = 1,2, \dots ,T$$

อย่างไรก็ตามในการนำแบบจำลอง VAR มาใช้ในการประมาณค่านั้น จะต้องมีการกำหนดค่าตัวแปรล่าที่เหมาะสม (optimal lag length) ว่าควรเป็นเท่าใด การกำหนดค่าตัวแปรล่าที่เหมาะสมมีความสำคัญ เนื่องจากมีผลต่อความแม่นยำของการประมาณค่าตัวแปรที่นำมาศึกษา (Ender 2004) และสำหรับในการศึกษานี้ได้เลือกใช้เกณฑ์ของ Schwarz Criterion (SC) ที่เสนอโดย Schwarz (1978) มาใช้ในการกำหนดจำนวนตัวแปรล่าที่เหมาะสม ซึ่งจำนวนตัวแปรล่าที่เหมาะสม (optimal lag length) ของตัวแปรที่นำมาศึกษามีค่าเท่ากับ 1

5.2 การทดสอบความนิ่งของข้อมูล

โดยทั่วไปข้อมูลอนุกรมเวลามักมีลักษณะไม่นิ่ง (non-stationary) มีการเคลื่อนไหวเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มเวลา ซึ่งก็รวมทั้งข้อมูลอนุกรมเวลาที่ใช้ในการศึกษานี้ด้วย ดังนั้นจึงต้องนำข้อมูลเหล่านี้มาทดสอบคุณสมบัติว่ามีความนิ่งหรือไม่ และในการศึกษานี้เลือกทดสอบความนิ่งของข้อมูลโดยใช้วิธี Augmented Dickey-Fuller (ADF) test ที่เสนอโดย Dickey and Fuller 1979, 1981 และวิธีของ Phillips-Perron (PP) test เสนอโดย Phillips and Perron 1988 เนื่องจากเป็นวิธีที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในการทดสอบความนิ่งของข้อมูลอนุกรมเวลาในงานศึกษาเชิงประจักษ์ต่างๆ (Enders 2004) หากผลการทดสอบแสดงว่าข้อมูลมีความไม่นิ่ง นั่นคือชุดของข้อมูลเหล่านี้มีการเคลื่อนไหวไปตามแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นตามกาลเวลา (time trend) และความแปรปรวนวิ่งห่างออกจากเดิมไปเรื่อยๆตามแนวโน้มของระยะเวลาที่เพิ่มขึ้น

ในการทดสอบความนิ่งของข้อมูลโดยวิธี unit root ทั้งจากวิธีของ ADF Test และวิธี PP Test เป็นการตรวจสอบว่าชุดข้อมูลนั้นๆ มีคุณสมบัตินิ่งหรือไม่ โดยใช้สมการต่อไปนี้

$$\Delta y_t = \mu + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^{\infty} \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \text{----(5-2)}$$

และในกรณีที่น่าแนวโน้มของเวลา (time trend) เข้ามาร่วมพิจารณาด้วยจะได้สมการที่ (5-3)

$$\Delta y_t = \mu + \gamma y_{t-1} + \mu_2 t + \sum_{i=2}^{\infty} \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \text{----(5-3)}$$

โดยที่ y_t = ข้อมูลอนุกรมเวลาที่ต้องการทดสอบ
 ε_t = ตัวคลาดเคลื่อน (error term)

จากสมการที่ (5-2) และสมการที่ (5-3) ถ้าค่า $\gamma = 0$ แสดงว่าชุดข้อมูลนี้มีความไม่นิ่ง (non-stationary) และหากเป็นเช่นนั้นจะต้องทำการตรวจสอบต่อไปว่าข้อมูลเหล่านี้มีความนิ่งเมื่อทำการหาส่วนต่างของข้อมูล (Difference) ในลำดับใด

5.2.1 ผลการทดสอบความนิ่ง

ในส่วนนี้ได้้นำข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ (BANK) ยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (BOND) และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (EQ) มาทดสอบคุณสมบัติความนิ่ง (stationary) ของข้อมูล หรือ unit root test โดยจะทำการทดสอบข้อมูลในระดับ level ก่อน หากพบว่าชุดข้อมูลดังกล่าวมีความไม่นิ่งก็จะทำผลต่าง (difference) ในลำดับต่อไป แล้วนำมาทดสอบอีกครั้ง จนกว่าข้อมูลจะมีคุณสมบัตินิ่ง ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูลสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 5.1

ตารางที่ 5.1 การทดสอบความนิ่งของข้อมูลโดยวิธี ADF และ PP Test

Unit Root Test	ADF-test		PP-test	
	No trend	Trend	No trend	Trend
GDP	1.4132	-3.4054	1.5171	-3.2035
BANK	2.8306	0.8764	2.5837	0.6656
BOND	4.2190	-0.2045	4.9003	-0.0894
EQ	0.9662	-2.1597	1.4330	-1.8622
Δ GDP	-7.1797*	-7.6086*	-10.7799*	-10.8742*
Δ BANK	-6.0432*	-6.6512*	-6.0433*	-6.6971*
Δ BOND	-7.0601*	-8.9715*	-7.1404*	-9.0109*
Δ EQ	-6.7535*	-6.8818*	-6.6063*	-6.8899*

หมายเหตุ *ที่ระดับนัยสำคัญ 5 % และ Δ หมายถึงผลต่างลำดับที่ 1

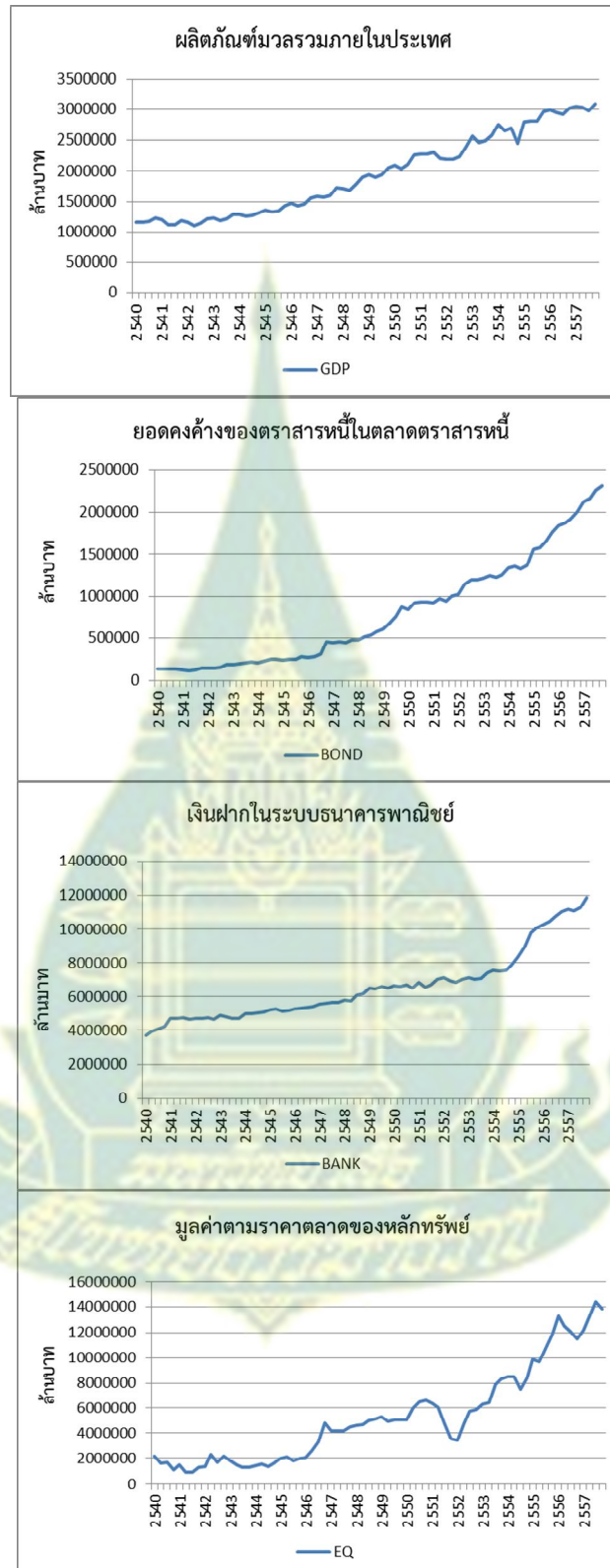
จากตารางที่ 5.1 สถิติจากการคำนวณโดยวิธี ADF และ PP test พบว่าข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ (BANK) ยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (BOND) และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (EQ) ทั้งหมดมีลักษณะไม่นิ่ง (non-stationary) ณ ระดับนัยสำคัญ 5 % กล่าวคือ ค่าสถิติจากการคำนวณโดยวิธี ADF และ PP test ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก $H_0: \gamma = 0$ ได้ แสดงให้

เห็นว่าตัวแปรทุกตัวมี Unit Root ณ ระดับ Level อย่างไรก็ตามหลังจากที่ทำการหาส่วนต่างลำดับที่ 1 (first difference) ของข้อมูลเหล่านี้แล้วนำไปทดสอบ unit root อีกครั้ง พบว่าข้อมูลทั้งหมดมีคุณสมบัติของความนิ่ง (stationary) ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าข้อมูลทั้งหมดมีความนิ่งที่ผลต่างลำดับที่ 1 นั้นเอง

การเคลื่อนไหวของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การเคลื่อนไหวของตัวแปรในช่วงที่ทำการศึกษา ประกอบด้วยผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ (BANK) ยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (BOND) มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (EQ) โดยทุกตัวแปรมีการเคลื่อนไหวในลักษณะสะท้อนถึงแนวโน้มและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของข้อมูลในระยะยาว ดังภาพที่ 5.1





ภาพที่ 5.1 การเคลื่อนไหวของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ทั้งนี้การเคลื่อนไหวของแต่ละตัวแปรจะเปลี่ยนแปลงไปตามปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา โดยตัวแปรทั้งหมดต่างมีแนวโน้มการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ มีการเพิ่มขึ้นตามกาลเวลา อย่างไรก็ตามทั้งเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ ยอดคงค้างของตราสารหนี้ และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ ต่างมีการขยายตัวค่อนข้างรวดเร็วในระยะ 5-6 ปีที่ผ่านมา เมื่อเทียบกับการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ นั้นหมายความว่า การขยายตัวของภาคการเงินเป็นไปในอัตราที่สูงกว่าการขยายตัวในภาคเศรษฐกิจจริง โดยเฉพาะมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการขยายตัวกว่า 3 เท่านับตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นมา อันเป็นไปตามภาวะตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาค และส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ จากการศึกษาที่ประเทศสหรัฐอเมริกาใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงิน ทำให้มีเงินทุนไหลเข้ามาลงทุนในตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้แถบเอเชียจำนวนมาก ซึ่งก็รวมทั้งประเทศไทยด้วย

แม้ว่าการระดมทุนผ่านช่องทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ ตลาดหุ้นจะมีความโดดเด่นในเรื่องการขยายตัวสูงดังกล่าวแล้ว แต่ก็มีข้อน่าสังเกต คือ ตลาดหุ้นมีความผันผวนสูงเช่นกัน โดยมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอย่างรวดเร็ว เนื่องจากตลาดหุ้นเป็นลักษณะของการลงทุนที่มีทั้งระยะสั้นและระยะยาว โดยเฉพาะเงินลงทุนระยะสั้นหรือการเก็งกำไรจะมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกรวดเร็ว ทำให้เกิดความผันผวนกับตลาดฯ แม้ว่าในทางทฤษฎีแล้วการขยายตัวของตลาดหลักทรัพย์จะขึ้นอยู่กับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจเป็นสำคัญ (Mun, H. W. et al. 2008) แต่ในทางปฏิบัติพบว่าตลาดหลักทรัพย์มีความอ่อนไหวเพราะได้รับผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆอีก เช่น ปัจจัยทางด้านจิตวิทยา ข่าวลือ และการเมือง เป็นต้น ปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนในระยะสั้น จึงเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ตลาดมีความผันผวน

สำหรับผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศของไทยมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ในลักษณะที่ค่อนข้างเป็นฤดูกาล (season) ที่มียอดสูงในไตรมาสที่ 1 และไตรมาสที่ 4 ซึ่งก็มีลักษณะคล้ายคลึงกับรูปแบบในประเทศอื่นๆ ส่วนเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ และยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ มีการเคลื่อนไหวที่มีเสถียรภาพกว่ามูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากทั้งสองส่วนนี้เป็น การระดมทุนผ่านผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่เป็นระยะยาว อาทิ เงินฝากประจำ หรือตราสารหนี้ที่มีอายุไถ่ถอนมากกว่า 1 ปีขึ้นไป เป็นต้น ซึ่งจะไม่มีส่วนของการเก็งกำไรในระยะสั้น จึงมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกช้ากว่านั่นเอง

5.3 การทดสอบดุลยภาพระยะยาวตามวิธี Cointegration

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางเศรษฐกิจที่นำมาศึกษา ประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ (BANK) ยอดคงค้างของ

ตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (BOND) และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (EQ) นั้น สำหรับในส่วนนี้จะทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตามวิธี cointegration ซึ่งเป็นการทดสอบว่าตัวแปรที่นำมาศึกษาดังกล่าว มีความสัมพันธ์กันเชิงดุลยภาพในระยะยาวหรือไม่ ทั้งนี้จะใช้การทดสอบตามวิธีของ Johansen and Juselius (1990) โดยอาศัยแบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) ที่ได้เสนอให้ใช้ค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบ Rank ของเมตริกซ์ โดยวิธี likelihood ratio และค่าสถิติที่ใช้ทดสอบ ได้แก่ ค่า Trace statistic และ Maximum Eigen Value statistic (ดูรายละเอียดในบทที่ 3) เพื่อหาว่าตัวแปรทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวหรือไม่ และถ้าค่าสถิติดังกล่าวแสดงว่ามีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวแล้ว จะมีจำนวน cointegration vectors กี่เวกเตอร์ในความสัมพันธ์นี้ ซึ่งสามารถแสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวได้ ดังนี้

ตารางที่ 5.2 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตาม Trace statistic

Hypothesized	Trace	0.05	
No. of CE(s)	statistic	Critical Value	P-value
None *	56.29827	47.85613	0.0066
At most 1	24.68229	29.79707	0.1731
At most 2	6.109400	15.49471	0.6826
At most 3	0.000961	3.841466	0.9756

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

ตารางที่ 5.3 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวตาม Maximum Eigenvalue

Hypothesized	Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	statistic	Critical Value	P-value
None *	31.61598	27.58434	0.0143
At most 1	18.57289	21.13162	0.1099
At most 2	6.108438	14.26460	0.5993
At most 3	0.000961	3.841466	0.9756

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

จากตารางที่ 5.2 และตารางที่ 5.3 การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวจาก ค่า Trace Statistic และ Maximum Eigen Value statistic พบว่าค่าสถิติทั้งสองระบุว่าตัวแปรทั้งหมดที่นำมาศึกษามีความสัมพันธ์ในเชิงดุลยภาพระยะยาว กล่าวคือ หากพิจารณาค่า Trace Statistic เท่ากับ 56.29827 และค่า Max-Eigen statistic เท่ากับ 31.61598 ต่างปฏิเสธสมมุติฐาน ณ ระดับนัยสำคัญ 5% หรือ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % และมีสมการในเชิงดุลยภาพระยะยาว (cointegrating equation) จำนวน 1 สมการ

5.4 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามวิธี causality

การหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในเชิงเหตุและผล ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรในแบบจำลอง ได้แก่ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ (BANK) ยอดคงค้างของตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ (BOND) และมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (EQ) นั้น ในการศึกษาจะใช้วิธี causality เพื่อหาความสัมพันธ์ดังกล่าว ทั้งนี้เพื่อศึกษาว่าความสัมพันธ์ของทั้ง 4 ตัวแปรข้างต้นนั้นมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และหากมีความสัมพันธ์กันจะเป็นในลักษณะใด เพื่อนำไปอธิบายบทบาทของแต่ละช่องทางในการระดมทุนที่มีผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตทางเศรษฐกิจและช่องทางในการระดมทุนตามวิธี causality สามารถแสดงได้ดัง ตารางที่ 5.4

ตารางที่ 5.4 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่นำมาศึกษา

ตัวแปร	ความสัมพันธ์	F-statistic	P-value
Δ BANK และ Δ BOND	Δ BANK \longrightarrow Δ BOND	6.55786	0.0026*
Δ GDP และ Δ BOND	Δ GDP \longrightarrow Δ BOND	3.29620	0.0434*
Δ EQ และ Δ GDP	Δ EQ \longrightarrow Δ GDP	6.22578	0.0033*

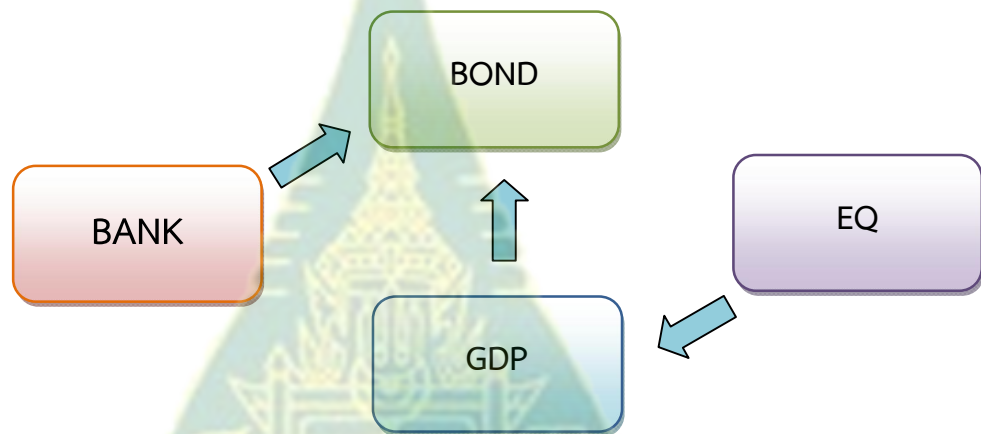
ส่วนที่เหลือทั้งหมด

ไม่มีความสัมพันธ์

หมายเหตุ $A \rightarrow B$ หมายถึง ความสัมพันธ์ที่ ตัวแปร A เป็นเหตุให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในตัวแปร B

* ที่ระดับนัยสำคัญ 5 %

นำผลการหาความสัมพันธ์ตามวิธี causality ในตารางที่ 5.4 มาแสดงด้วยภาพความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ดังนี้



ภาพที่ 5.2 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่นำมาศึกษาตามวิธี causality เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างช่องทางในการระดมทุนในภาคการเงินที่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจพบว่าตลาดหลักทรัพย์หรือตลาดหุ้นเป็นเพียงช่องทางเดียวที่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยมีค่า F-statistic เท่ากับ 6.22578 และค่า P-value เท่ากับ 0.0033 ในขณะที่อีกสองช่องทาง คือ เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ และตลาดตราสารหนี้ กลับไม่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามจากผลการศึกษาฯยังพบอีกว่า ผลกระทบต่อมวลรวมภายในประเทศ และเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ ต่างส่งผลบวกต่อการขยายตัวของตลาดตราสารหนี้อีกด้วย โดยมีค่า F-statistic เท่ากับ 3.29620 และ 6.55786 ตามลำดับ ผลการศึกษานี้ค่อนข้างมีความแตกต่างจากหลายประเทศ ที่งานศึกษาจำนวนมากมักจะระบุว่า เงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์ และตลาดตราสารหนี้ ส่วนใหญ่มีบทบาทสำคัญต่อการขยายตัวทาง

เศรษฐกิจ เช่น งานศึกษาของ Levine and Zervos (1998) Tang et al. (2007) และ Mun, H. W. et al (2008) และ Ali Abbas and Christensen (2007) เป็นต้น อย่างไรก็ตามสาเหตุสำคัญที่เกิดความแตกต่างในแต่ละประเทศนั้น เนื่องมาจากระดับการพัฒนาของตลาดการเงินและปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ต่างกัน สำหรับในกรณีของประเทศไทยนั้นก็มีลักษณะเฉพาะ ดังนี้

การระดมทุนผ่านช่องทางตลาดหลักทรัพย์นั้น เข้ามามีความสำคัญเพิ่มขึ้นเป็นลำดับในการระดมทุนเข้าสู่ภาคเศรษฐกิจจริง โดยในระยะหลังธุรกิจเอกชนจำนวนหนึ่งที่มีความพร้อมต่างเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ทำได้สะดวกและมีต้นทุนในระยะยาวต่ำกว่าการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ การเพิ่มสินค้าในตลาดที่เป็นด้านอุปทาน รวมทั้งการเพิ่มความต้องการลงทุนทั้งในประเทศและจากต่างประเทศ จะทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีการขยายตัวและมีสภาพคล่องดีขึ้น ตลอดจนทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญในการจัดสรรเงินทุนสู่ภาคเศรษฐกิจจริงผ่านการลงทุนของภาคเอกชน นำไปสู่การขยายตัวของภาคการผลิตและการจ้างงาน รวมทั้งการบริโภคที่สูงขึ้นในระยะต่อมาจากการที่ประชาชนมีรายได้มากขึ้น นอกจากนี้ยังเป็นทางเลือกสำหรับผู้ที่ต้องการลงทุน ให้สามารถหาแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนดีและกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนได้จากการลงทุนในตราสารที่มีความหลากหลายมากขึ้น และนำไปสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯจากการที่การระดมเงินผ่านตลาดทุนทำได้ง่ายขึ้น (Levine 2001) ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าช่องทางการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจนั่นเอง

สำหรับตลาดตราสารหนี้ ที่ได้รับผลบวกจากการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์นั้น สามารถอธิบายได้ผ่านการออม กล่าวคือเมื่อประเทศมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจดี ประชาชนและภาคธุรกิจก็มีรายได้มากขึ้น การออมก็จะสูงขึ้นตามรายได้ เกิดความต้องการลงทุนมากขึ้น และส่วนหนึ่งอาจตัดสินใจลงทุนผ่านการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่เดียวกันก็มีทางเลือกอีกช่องทางหนึ่ง คือ การลงทุนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งเป็นการลงทุนผ่านการระดมทุนทางตรงที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ที่เป็นการระดมทุนทางอ้อม จึงมีนักลงทุนส่วนหนึ่งที่ต้องการผลตอบแทนสูงกว่าและรับความเสี่ยงได้มากกว่ามีการเคลื่อนย้ายเงินจากเงินฝากสู่การลงทุนในตราสารหนี้ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าตลาดตราสารหนี้ ได้รับผลบวกจากการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์นั่นเอง

สำหรับในประเด็นที่ช่องทางการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ ไม่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจนั้น อาจเนื่องมาจากตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยยังคงมีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับประเทศ

พัฒนาแล้วทั้งหลาย ก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจใน พ.ศ. 2540 นั้น ตราสารหนี้มีสัดส่วนต่ำมากเมื่อเทียบกับเงินฝากในระบบธนาคารและมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะตราสารหนี้ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร จนกระทั่งภายหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจตลาดตราสารหนี้จึงได้รับความนิยมมากขึ้น และเริ่มมีการขยายตัวอย่างชัดเจนภายหลัง พ.ศ. 2547 เป็นต้นมา ทั้งนี้ความนิยมในการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ยังมีไม่มากนักในระยะที่ผ่านมา จะเห็นได้ว่าตราสารหนี้ส่วนใหญ่จะออกโดยภาครัฐ อาทิ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และตั๋วเงินคลัง เป็นต้น และบริษัทเอกชนขนาดใหญ่และมีชื่อเสียงเท่านั้นที่ เป็นผู้ระดมทุน โดยการออกตราสารหนี้ ดังนั้นช่องทางการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้จึงยังไม่มีพลังเพียงพอในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยในช่วงที่ทำการศึกษา

ส่วนช่องทางเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์ที่ไม่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจเท่าที่ควรนั้น แม้ว่าเงินฝากจะมีสัดส่วนมากเพราะระบบธนาคารพาณิชย์อยู่คู่กับสังคมไทยมานาน กว่าศตวรรษที่คนไทยรู้จักและคุ้นเคยกับธนาคารพาณิชย์ ดังนั้นธนาคารพาณิชย์จึงมีบทบาทสูงในการระดมเงินออมและการทำธุรกรรมต่างๆ ของประชาชน แต่อาจเนื่องมาจากการจัดสรรทรัพยากรผ่านการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย ยังไม่กระจายตัวเท่าที่ควรและส่วนใหญ่มีการกระจุกตัวในบางกลุ่มธุรกิจ จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย ยอดคงค้างเงินให้สินเชื่อตามประเภทธุรกิจของธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศไทย ณ ธันวาคม พ.ศ. 2557 พบว่ามียอดคงค้างเงินให้สินเชื่อในการอุปโภคบริโภคส่วนบุคคลมากที่สุด คิดเป็นร้อยละ 29.34 รองลงมาได้แก่ กิจกรรมทางการเงินและการประกันภัย ร้อยละ 18.40 การผลิตร้อยละ 16.64 และการขายส่งและการขายปลีก การซ่อมยานยนต์และจักรยานยนต์ร้อยละ 14.48 (ดูรายละเอียดในภาคผนวก) อย่างไรก็ตามเป็นที่น่าสังเกตว่าเงินให้สินเชื่อมีการกระจุกตัวในธุรกิจที่เชื่อมโยงกับบอสังหาริมทรัพย์มากที่สุดประมาณกว่าร้อยละ 20 เช่นกัน ดังนั้นจากภาพรวมของการจัดสรรทรัพยากรของธนาคารดังกล่าว ทำให้เม็ดเงินที่ระดมมาส่งผ่านไปยังภาคเศรษฐกิจจริงไม่ทั่วถึง โดยเฉพาะภาคเกษตรกรรม และเศรษฐกิจในระดับรากหญ้า นอกจากนี้การให้สินเชื่อกับการอุปโภคบริโภคส่วนบุคคลค่อนข้างสูง จะให้พลังในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจได้น้อยกว่าผ่านการลงทุนและการสร้างผลผลิตโดยตรง ดังนั้นโดยภาพรวมแล้วช่องทางเงินฝากในระบบธนาคารพาณิชย์จึงไม่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในกรณีของประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ

บทบาทของช่องทางการระดมทุนต่อการพัฒนาภาคการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจ

สำหรับในส่วนของการเปิดเสรีทางการเงินที่ส่งผลต่อการพัฒนาภาคการเงินนั้น จะพิจารณาจากความลึกทางการเงิน¹ที่เพิ่มขึ้น เพราะการที่ประเทศมีความลึกทางการเงินมากขึ้น แสดงให้เห็นว่าตลาดทุนมีขนาดใหญ่และมีสินค้าทางการเงิน (financial product) ออกมามาก มีผู้ออกตราสารที่หลากหลาย ทำให้มีสินค้าให้ผู้ต้องการลงทุนเลือกจำนวนมาก ทั้งนี้ความลึกทางการเงินของไทยที่เพิ่มขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ เนื่องจากผู้ที่ต้องการเงินทุนสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างกว้างขวาง เป็นการเพิ่มโอกาสในการลงทุนใหม่ๆ และกระจายความเสี่ยงจากการจัดหาเงินได้หลายแหล่ง นอกจากนี้การเก็บข้อมูลภาคสนามโดยการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้เชี่ยวชาญและนักวิชาการ พบว่าการเปิดเสรีในตลาดทุนโดยการขยายเขตการถือครองสินทรัพย์ของนักลงทุนต่างประเทศ และการเปิดเสรีในภาคการธนาคารของไทยในระยะที่ผ่านมา ทำให้มีการแข่งขันในภาคการเงินสูงขึ้น มีผู้เล่นรายใหม่เข้าสู่อุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น ดังนั้นจึงมีแนวโน้มทำให้เกิดการปรับตัวของสถาบันการเงินในประเทศในการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานมากขึ้น ทำให้ภาคการเงินของไทยมีการพัฒนาขึ้นเป็นลำดับ

จากผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณข้างต้น ทำให้ทราบว่าในกรณีของประเทศไทยนั้น แต่ละช่องทางการระดมทุนในภาคการเงินที่สำคัญ ประกอบด้วยธนาคารพาณิชย์ ตลาดตราสารหนี้ และตลาดหลักทรัพย์นั้นมีบทบาทต่อการพัฒนาภาคการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน จากภาพที่ 5.1 เป็นการสรุปผลในภาพรวม จะเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นเพียงช่องทางการระดมทุนเดียวที่ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 5.5

ตารางที่ 5.5 ช่องทางการระดมทุนกับการพัฒนาภาคการเงินและการเติบโตทางเศรษฐกิจ

ช่องทางการระดมทุน	การพัฒนาภาคการเงิน	การเติบโตทางเศรษฐกิจ
1. ธนาคารพาณิชย์	*	
2. ตลาดตราสารหนี้	*	
3. ตลาดหลักทรัพย์	*	*

¹ ความลึกทางการเงินวัดจากสัดส่วนมูลค่ารวมของสินทรัพย์ทางการเงิน ได้แก่ ตราสารทุน ตราสารหนี้ และเงินฝากธนาคารพาณิชย์ ต่อ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP)

ช่องทางการระดมทุนทั้งธนาคารพาณิชย์ ตลาดตราสารหนี้ และตลาดหลักทรัพย์ ต่างมีบทบาทสำคัญต่อการพัฒนาภาคการเงิน เนื่องจากทั้ง 3 ช่องทางการระดมทุนมีการขยายตัวสูงเมื่อเทียบกับการขยายตัวของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ส่งผลดีต่อความลึกทางการเงินที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงระดับการพัฒนาภาคการเงินที่มากขึ้นนั่นเอง ส่วนการส่งผ่านเงินทุนไปสู่การขยายตัวทางเศรษฐกิจในกรณีของประเทศไทยในช่วงที่ทำการศึกษานั้น ช่องทางการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์มีความโดดเด่นกว่าช่องทางอื่น เพราะการจัดสรรเงินทุนสู่ภาคเศรษฐกิจจริงส่งผลดีต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจมากที่สุด ดังนั้นรัฐบาลควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาตลาดทุนให้มีการขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพ เสริมสร้างความเข้มแข็งเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพ และทำหน้าที่เป็นกลไกสำคัญในการจัดสรรทรัพยากรและขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน อย่างไรก็ตามสำหรับอีก 2 ช่องทาง คือ ธนาคารพาณิชย์และตลาดตราสารหนี้ ที่การจัดสรรเงินทุนสู่ภาคเศรษฐกิจจริงไม่มีประสิทธิผลนั้น ถือเป็นข้อด้อยของภาคการเงินไทยที่จะต้องเร่งให้เกิดการแก้ปัญหาและพัฒนาในระยะยาวเช่นเดียวกัน โดยตลาดตราสารหนี้จะต้องเพิ่มสินค้าในตลาดให้มากขึ้น พร้อมกับการให้ความรู้กับประชาชนเกี่ยวกับการลงทุนในตราสารหนี้ เพื่อสร้างอุปสงค์การลงทุนให้เกิดขึ้น ส่วนธนาคารพาณิชย์นั้นทางการอาจมีมาตรการส่งเสริมให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้กับภาคการผลิตที่ส่งผลบวกต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจมากขึ้น

