



เอกสารประกอบการสัมมนา
ประจำปี 2552
สำนักยุทธศาสตร์และการวางแผนเศรษฐกิจมหภาค
และสำนักบัญชีประชาชาติ

เรื่อง

วิกฤติการเงินโลกกับการเปลี่ยนแปลงภาคการเงินไทย

วันจันทร์ที่ 21 กันยายน 2552
โรงแรมเซ็นทารา แกรนด์ กรุงเทพมหานคร
สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

คำนำ

รายงานเศรษฐกิจมหภาคและบัญชีประชาชาติ สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ มีบทบาทหน้าที่หลักในการวางแผนและจัดทำยุทธศาสตร์การพัฒนาเศรษฐกิจมหภาคของประเทศ ทั้งระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว รวมทั้งประสานการจัดทำแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ แผนยุทธศาสตร์ เพื่อประกอบการจัดทำนโยบายของรัฐบาลและแผนบริหารราชการแผ่นดิน ตลอดจนการจัดทำระบบฐานข้อมูลเศรษฐกิจและสังคมของประเทศที่มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะอย่างยิ่งระบบข้อมูลบัญชีประชาชาติทั้งรายไตรมาสและรายปี เพื่อใช้เป็นเครื่องชี้วัดภาวะเศรษฐกิจการวิเคราะห์สถานการณ์ ประเด็นและแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งมีการรายงานผลต่อสาธารณชนอย่างต่อเนื่อง

การสัมมนาเชิงวิชาการประจำปี 2552 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจโลกมีภาวะถดถอยอย่างต่อเนื่อง ซึ่งปัญหาเริ่มต้นจากวิกฤติภาคการเงินเป็นหลัก ประกอบกับในปัจจุบันภาคการเงินโลกมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมาก รายงานเศรษฐกิจมหภาคและบัญชีประชาชาติจึงได้จัดสัมมนาประจำปี 2552 เรื่อง “วิกฤติการเงินโลกกับการเปลี่ยนแปลงภาคการเงินไทย” โดยได้รวบรวมและนำเสนอผลงาน 2 เรื่อง คือ 1) บริบทการเงินใหม่: ทิศทางและแนวโน้มการปรับตัวของภาคการเงินภายหลังวิกฤต Sub-prime 2) บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน: ภาพสะท้อนการเปลี่ยนแปลงภาคการเงินของไทย โดยมุ่งหวังให้เกิดการจุดประกายของแนวคิด การแลกเปลี่ยนประสบการณ์ รวมทั้งระดมความคิดเห็นและข้อเสนอแนะ เพื่อเป็นแนวทางในการจัดทำยุทธศาสตร์การพัฒนาประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการพัฒนาภาคการเงินของไทย ซึ่งเป็นระบบมูลฐานในการพัฒนาประเทศให้มีความเข้มแข็ง สมดุลและยั่งยืน

สำนักยุทธศาสตร์และการวางแผนเศรษฐกิจมหภาคและสำนักบัญชีประชาชาติ ขอขอบคุณผู้วิจัยและผู้ที่เกี่ยวข้องในการจัดทำข้อมูลและเอกสารประกอบการสัมมนา และมุ่งหวังว่าผลงานวิจัยในเอกสารนี้ รวมทั้งความเห็นและข้อเสนอแนะจากการสัมมนาในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจในการพัฒนาต่อไป

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

กันยายน 2552

สารบัญ

	หน้า
คำนำ	i
ส่วนที่ 1 บริบทการเงินใหม่: ทิศทางการปรับตัวและความท้าทายของภาคการเงินภายหลัง วิกฤติ Sub-Prime	1-1
1. บทนำ	1-2
2. ภาวะวิกฤติการเงินโลก: ความไม่สมดุลอันเป็นสาเหตุแห่งวิกฤติ	1-4
3. ภาวะและระบบเศรษฐกิจโลก: ผลกระทบและแนวโน้มสถานการณ์ในระยะต่อไป	1-12
4. บริบททางการเงินใหม่ของโลกหลังวิกฤติเศรษฐกิจ	1-22
5. แนวโน้มการปรับตัวในภาคการเงินไทย: โอกาส ความท้าทายและแนวโน้มการพัฒนา ที่สำคัญ	1-36
6. บทสรุป	1-49
ส่วนที่ 2 บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน: ภาพสะท้อนการเปลี่ยนแปลงภาคการเงินของไทย	2-1
1. บทนำ	2-2
2. บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน คืออะไร	2-4
3. รูปแบบของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทย	2-9
4. การเปลี่ยนแปลงในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนก่อนวิกฤติ ช่วงวิกฤติและหลังวิกฤติ เศรษฐกิจปี 2540	2-13
5. แนวทางการพัฒนาบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยในอนาคต	2-33
ส่วนที่ 3 เอกสารอ้างอิง	3-1



บริบทการเงินใหม่: ทิศทางการปรับตัวและความท้าทาย ของภาคการเงินภายหลังวิกฤติ Sub-Prime

New Financial Framework:
Trends and Challenges after the Sub-Prime Crisis

นภัชชล ทองสมจิตร
ณัฐพงศ์ วรรณรัตน์
ทิวา บุญประดับ
วรพต สัมฤทธิ์เดชขจร

เอกสารประกอบการสัมมนา
โดย สำนักยุทธศาสตร์และการวางแผนเศรษฐกิจมหภาค
สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

บริบทการเงินใหม่: ทิศทางการปรับตัวและความท้าทายของภาคการเงิน ภายหลังวิกฤติ Sub-Prime¹

1. บทนำ

วิกฤติเศรษฐกิจโลกในปี 2551 ที่มีจุดเริ่มต้นจากปัญหาสินเชื่อซับไพรม์ในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้สร้างผลกระทบอย่างรุนแรงไปทั่วโลกในระยะเวลาอันรวดเร็ว ถือว่าเป็นวิกฤติครั้งที่รุนแรงที่สุดหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 ในช่วงทศวรรษที่ 1930 ภาคการเงินทั่วโลกได้รับความเสียหายเป็นวงกว้าง ทั้งธนาคาร วาณิชธนกิจ (Investment Bank) บริษัทประกันชีวิต หลายแห่งประสบปัญหาสภาพคล่องและขาดแคลนเงินทุน และบางแห่งต้องขอรับความช่วยเหลือจากสถาบันการเงินระหว่างประเทศ หรือในที่สุดต้องเข้าสู่ภาวะล้มละลาย ทำให้รัฐบาลในหลายประเทศต้องเข้ามาให้ความช่วยเหลือสถาบันการเงินที่มีปัญหาเหล่านี้ เพื่อมิให้เกิดผลกระทบลุกลามออกไปมากขึ้นจากการขาดสภาพคล่องเป็นลูกโซ่ หรือจากความตื่นตระหนกของประชาชน อย่างไรก็ตาม วิกฤติครั้งนี้ได้ส่งผลอย่างรวดเร็วไปสู่ภาคเศรษฐกิจจริง โดยกระทบผ่านช่องทางภาวะการค้าระหว่างประเทศ การส่งออก-นำเข้า โยงไปสู่ภาคการผลิต และการลงทุน ซึ่งกิจกรรมทางเศรษฐกิจจะหว่วางประเทศต่างๆ ที่ลดลงอย่างรุนแรงนี้ ได้ส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของโลกชะลอลงและเข้าสู่ภาวะถดถอยในปลายปี 2551

สาเหตุที่ทำให้วิกฤติครั้งนี้แผ่ขยายความเสียหายไปสู่ทุกภาคส่วนของระบบเศรษฐกิจในโลกได้อย่างรวดเร็ว ส่วนหนึ่งเนื่องจากความเชื่อมโยงและการรวมตัวกันมากขึ้นระหว่างภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงในโลก ประกอบกับความสัมพันธ์ระหว่างภาคการผลิตและภาคการเงินได้เปลี่ยนแปลงไป ในอดีตที่ผ่านมาภาคการเงินเป็นภาคที่สนับสนุนการประกอบกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจจริง แต่ในปัจจุบันภาคการเงินในยุคที่การดำเนินธุรกรรมทางการเงินและการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินนั้นได้มีบทบาทมากขึ้นในฐานะของภาคเศรษฐกิจหนึ่งที่มีการซื้อขาย สร้างรายได้จากการออมผ่านผลิตภัณฑ์ทางการเงินในรูปแบบต่าง ๆ รวมทั้งการเก็งกำไรที่เป็นฐานรายได้ที่สำคัญที่ไหลเข้าสู่ภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการเงินจึงไม่ใช่เป็นเพียงผู้สนับสนุนอีกต่อไป ตลาดการเงินโลกมีขนาดใหญ่ขึ้นมากโดยทั้งจากกิจกรรมทางการเงินเองโดยตรงที่มีการซื้อขายเปลี่ยนมือโดยที่ไม่ได้อ้างอิงกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจเท่าใดนัก และกิจกรรมที่เกิดขึ้นเพื่อสนับสนุนภาคเศรษฐกิจหรือธุรกรรมและผลิตภัณฑ์ที่พัฒนาขึ้นโดยอ้างอิงกับกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจจริง ความสัมพันธ์ระหว่างภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงินจึงมีลักษณะเป็นสองทางมากขึ้น (Two-way causality) นั่นคือภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงกลายมาเป็นทั้งผู้สนับสนุนและพึ่งพาซึ่งกันและกัน ในระยะหลังปี 2544 เป็นต้นมาการพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินอันเป็นนวัตกรรมทางการเงินที่เกิดจากความก้าวหน้าของวิศวกรรมทางการเงินและความรู้เรื่องเฟื่องฟูของการทำธุรกรรมทางการเงินได้มีส่วนช่วยในการสร้างรายได้ของประชาชน นักลงทุน และนักเก็งกำไร ที่ไปกระตุ้นและสนับสนุนการใช้จ่ายใช้สอยและการลงทุนในภาคเศรษฐกิจจริง และความเจริญเติบโตในภาคเศรษฐกิจจริงก็ยิ่ง

¹ ผู้เขียนขอขอบคุณผู้บริหารและเจ้าหน้าที่สายเศรษฐกิจมหภาคทุกท่านสำหรับการสนับสนุนด้านข้อมูลและความคิดเห็นให้เอกสารมีความสมบูรณ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ดร.ปัทมา เรียววิศิษฐ์สกุล สำหรับข้อชี้แนะและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ สำหรับความคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นของผู้เขียน สำนักยุทธศาสตร์และการวางแผนเศรษฐกิจมหภาค ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

กลับมากกระตุ้นให้เกิดกิจกรรมทางการเงินและวิวัฒนาการทางการเงินมากยิ่งขึ้น โดยที่การกำกับดูแลนั้นพัฒนาไปไม่ทันกับความซับซ้อนของรูปแบบผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ลักษณะของการทำธุรกรรมทางการเงิน และความเชื่อมโยงที่ซับซ้อนมากขึ้นระหว่างภาคเศรษฐกิจจริงและกิจกรรมทางการเงิน โศกนาฏกรรมเศรษฐกิจและการเงินครั้งใหญ่ในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจโลกจึงเกิดขึ้นในปี 2551-2552 นี้ โดยที่การทำนายเหตุเดือนกุมภาพันธ์ก่อนการเกิดวิกฤติมักจะพุ่งเป้าไปที่การล่มสลายของเศรษฐกิจสหรัฐ และค่าเงินดอลลาร์ ที่เกิดจากการใช้จ่ายเกินตัวหนี้สินและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงที่จะนำไปสู่การขาดความเชื่อมั่นในเงินดอลลาร์ สรอ. และเจ้าหน้าที่ต่างประเทศจะลดการให้กู้ ซึ่งจะมีผลให้ระบบเศรษฐกิจสหรัฐ ต้องปรับลดการใช้จ่ายและการลงทุนลงอย่างรุนแรง แต่อย่างไรก็ตามนั้นเป็นเพียงด้านหนึ่งของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นตามที่คาดกันไว้ แต่สิ่งที่ไม่มีมีการคาดคิดคือความล่มสลายที่เกิดขึ้นกับภาคการเงินอันเป็นศูนย์กลางของปัญหาความไม่สมดุลก่อน

หลังจากเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวทำให้หลายประเทศทั่วโลกได้ตระหนักถึงความอ่อนแอ การบริหารความเสี่ยงที่หละหลวมและการมุ่งเน้นกำไรมากเกินไปในภาคการเงิน และความบกพร่องของระบบการกำกับดูแลที่ไม่สามารถรองรับการพัฒนาในตลาดการเงิน ซึ่งปรากฏทั้งในระดับภายในประเทศและระดับระหว่างประเทศ เพื่อแก้ปัญหาจุดอ่อนดังกล่าวในช่วงเวลานี้รัฐบาลประเทศต่าง ๆ รวมทั้งองค์กรการเงินและองค์กรเพื่อการพัฒนาระหว่างประเทศจึงได้ร่วมมือกันเพื่อหาแนวทางเพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤติการณ์ของโลกที่เกิดขึ้นครั้งนี้ และเพื่อป้องกันปัญหาที่จะเกิดขึ้นในอนาคตภายใต้บริบททางการเงินใหม่ที่เปลี่ยนแปลงไป ในช่วงเวลาปีนี้เป็นหน้าจึงเป็นช่วงเวลาของการทบทวนและทำความเข้าใจร่วมกันถึงสาเหตุของปัญหา ค้นหาบทเรียนที่เป็นประโยชน์เพื่อการดำเนินการในอนาคต รวมทั้งการประเมินแนวโน้มสถานการณ์ในอนาคตทั้งรูปแบบของภาคการเงิน (Financial Landscape) และรูปแบบการดำเนินธุรกิจรวมทั้งระบบเศรษฐกิจที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (New Business Model และ New Economic Landscape) ภายใต้บริบทใหม่ของโลก (New World Architecture) ก้าวอย่างที่สำคัญที่องค์กรระหว่างประเทศและแต่ละประเทศเอง โดยเฉพาะสหรัฐอเมริกา กำลังผลักดันคือ การปรับปรุงระบบการกำกับดูแลในภาคการเงินที่ทันต่อพัฒนาการด้านการเงินที่มีความครอบคลุมทั้งในด้าน การดำเนินธุรกรรมทางการเงิน ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน และการดำเนินงานของสถาบันการเงิน ทั้งนี้โดยมีจุดมุ่งหมายปลายทางเพื่อสร้างความแข็งแกร่งและเสถียรภาพให้กับระบบการเงินโลก

การศึกษานับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาบริบทใหม่ทางการเงินของโลกที่เปลี่ยนแปลงไปภายหลังการเกิดวิกฤติและเสนอแนะแนวทางในการปรับตัวสำหรับภาคการเงินของไทย ที่สอดคล้องกับทิศทางและแนวคิดในการฟื้นฟูเสถียรภาพของระบบการเงินโลก เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นได้อีกในอนาคตและที่สำคัญการศึกษานับนี้มีความประสงค์ที่จะกระตุ้นเตือนถึงความจำเป็นในการเตรียมการในการหาทางออกหรือการรับมือกับวิกฤติเศรษฐกิจการเงินที่จะเกิดขึ้นได้อีกหลังจากช่วงระยะเวลาหนึ่งผ่านไปในรูปแบบ อาการ และลักษณะของวิกฤติที่จะเปลี่ยนโฉมหน้าไปอย่างแน่นอน ทั้งนี้เพื่อลดผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและการเงินไทยไม่ให้รุนแรงเกินไปและสามารถขับเคลื่อนด้านมาตรการและนโยบายในการแก้ปัญหาได้อย่างรวดเร็วหากต้องเผชิญกับภาวะวิกฤติอีก รายงานการศึกษานับนี้เริ่มต้นจากการวิเคราะห์ถึงสาเหตุของปัญหา ตลอดจนปัจจัยแวดล้อมที่สนับสนุนให้วิกฤติเศรษฐกิจและการเงินโลกแผ่ขยายไปอย่างรวดเร็ว จากนั้นในส่วนที่ 3 จะได้ประมวลสรุปสถานการณ์ด้านผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงอันเป็นผลต่อเนื่องมาจากจากวิกฤติการเงินโลก ส่วนที่ 4 ของการศึกษาจะพิจารณาถึงบริบททางการเงินใหม่ของโลกในอนาคตที่เปลี่ยนไปหลังจากการเกิดวิกฤติ ทั้งทางด้านการปฏิรูประบบกำกับดูแล การบริหารความเสี่ยง และความร่วมมือระหว่างประเทศ ฯลฯ และส่วนที่ 5 จะพิจารณาถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อประเทศไทย และข้อเสนอแนะแนวทางการปรับตัวในภาคการเงินของไทยเพื่อสร้างความเข้มแข็งให้ภาคการเงินของไทย เพื่อป้องกันหรือลดความรุนแรงของวิกฤติที่จะเกิดขึ้นในรอบใหม่ ท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ที่ระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกเชื่อมโยงกันอย่างใกล้ชิด และบทสรุปสุดท้ายในส่วนที่ 6

2. ภาวะวิกฤติการเงินโลก: ความไม่สมดุลอันเป็นสาเหตุแห่งวิกฤติ

วิกฤติเศรษฐกิจโลกที่เกิดขึ้นในปี 2551 ได้ส่งผลกระทบอย่างรุนแรงและเป็นวงกว้างต่อทุกภาคส่วนเศรษฐกิจของโลก โดยมีจุดเริ่มต้นมาจากปัญหาฟองสบู่ในเศรษฐกิจของสหรัฐฯ โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ และนำไปสู่วิกฤติการณ์สินเชื่อต่อคุณภาพหรือที่เรียกว่า Sub-Prime Crisis ในช่วงกลางปี 2550 ซึ่งวิกฤติการณ์ดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังสถาบันการเงินที่ลงทุนในตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับสินเชื่อต่อคุณภาพ (CDOs¹: Collateral Debt Obligation และ CDS²: Credit Default Swap) และในที่สุดได้ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงของสถาบันการเงินเป็นวงกว้างมากขึ้น เริ่มจากกรณีการล้มละลายของสถาบันการเงินในช่วงปี 2550³ ซึ่งก่อให้เกิดภาวะสินเชื่อตึงตัวอย่างรุนแรงทั้งในสหรัฐอเมริกาและสหภาพยุโรป ความเชื่อมั่นของประชาชนและภาคธุรกิจลดลงตามลำดับ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความเชื่อมั่นในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ส่งผลทำให้ปริมาณการซื้อขายที่อยู่อาศัย ทั้งเพื่อการเก็งกำไรและความต้องการที่อยู่อาศัยอย่างแท้จริงลดลงอย่างรวดเร็ว เมื่อประกอบกับการขายทอดตลาดของบ้านที่เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันมีมากขึ้น ทำให้ราคาที่อยู่อาศัยลดลงเป็นประวัติการณ์อย่างต่อเนื่อง จากมูลค่าที่อยู่อาศัยและหลักทรัพย์อื่นๆ ที่ลดลงท่ามกลางความเสี่ยงด้านการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ความมั่งคั่งของประชาชนลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งผลกระทบจริงต่อรายได้ ความมั่งคั่ง และผลทางจิตวิทยา ได้ทำให้ความต้องการสินค้าและบริการเพื่อการอุปโภคบริโภคของประชาชนและความต้องการขยายการลงทุนของผู้ประกอบการลดลงตามและส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการผลิตและการค้าระหว่างประเทศเริ่มชะลอตัวลงตามลำดับตั้งแต่ครึ่งปีหลังของปี 2551 และถึงขั้นหดตัวรุนแรงในหลายประเทศตั้งแต่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2551 และความชบเซาในภาคเศรษฐกิจจริงได้ส่งผลกระทบย้อนกลับต่อความมั่นคงของระบบสถาบันการเงินอีกระลอกหนึ่ง (Negative feedback loop) และในช่วงปลายไตรมาสสามของปี 2551 ปัญหา Sub-Prime Crisis ได้ขยายขอบเขตขึ้นเป็นภาวะวิกฤติเศรษฐกิจโลกที่รุนแรงเป็นวงกว้าง⁴ ทำให้ประเทศต่างๆ ต้องออกมาตรการช่วยเหลือระยะสั้นเพื่อพยุงเศรษฐกิจโดยรวม โดยในระยะแรกนั้นเป็นความจำเป็นเร่งด่วนในการช่วยเหลือสถาบันการเงิน เพิ่มสภาพคล่องกับภาคการเงินและภาคธุรกิจ พยุงรายได้และการใช้จ่ายของภาคประชาชน และสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนเป็นหลัก การดำเนินมาตรการ

¹ CDOs หมายถึงตราสารอนุพันธ์ชนิดหนึ่งอ้างอิงบนสินทรัพย์อื่นๆ และจ่ายผลตอบแทน/เงินปันผล จากรายได้ของสินทรัพย์อ้างอิง

² CDS หมายถึงตราสารอนุพันธ์ที่มีลักษณะเป็นตราสารอนุพันธ์ที่ผู้ออกสัญญาจะให้การประกัน ค้ำครองผู้ซื้อจากความเสี่ยงที่เกิดเมื่อตราสารหนี้ที่อ้างอิงอยู่นั้นมีการผิดนัดชำระ

³ เริ่มจากกรณีการล้มละลายของ Ownit Mortgage Solutions Inc. (มกราคม 2550) Mortgage Lenders Network USA Inc (กุมภาพันธ์ 2550) New Century Financial (เมษายน 2550) Bear Stearns hedge funds (มิถุนายน 2550) การล้มละลายของ American Home Mortgage Investment Corporation (สิงหาคม 2550) ปัญหาความไม่มั่นคงทางการเงินของ Countrywide Financial ซึ่งเป็นผู้ปล่อยกู้สินเชื่อจำนองรายใหญ่ของสหรัฐฯ และ ปัญหาการขาดสภาพคล่องของธนาคาร Northern Rock ของสหราชอาณาจักร (กันยายน 2550)

⁴ เริ่มจากปัญหาการขาดสภาพคล่องและการล้มละลายของสถาบันการเงินอย่างเป็นวงกว้างทั้งในสหรัฐฯ และในสหภาพยุโรปและเอเชีย เช่น กรณีการเข้าควบคุมกิจการ Fannie Mae and Freddie Mac (กันยายน 2551) การขายกิจการ Merrill Lynch ให้กับ Bank of America (กันยายน 2551) การล้มละลายของ Lehman Brothers (กันยายน 2551) ปัญหาความไม่มั่นคงทางการเงินของ American International Group (AIG) (กันยายน 2551) การเข้ายึดกิจการของ Washington Mutual โดย Federal Deposit Insurance Corporation (กันยายน 2551) การเข้า Take over ธนาคาร Fortis โดย BNP Paribas (ตุลาคม 2551) ปัญหาการขาดสภาพคล่องของ Hypo Real Estate (HRE) ในเยอรมัน (ตุลาคม 2551) การอัดฉีดสภาพคล่องให้กับธนาคารฝรั่งเศสขนาดใหญ่จำนวน 6 แห่ง ได้แก่ Credit Agricole, BNP Paribas, Societe Generale, Credit Mutuel, Caisse d'Epargne, and Banque Populaire (ตุลาคม 2551) และการประกาศค้ำประกันหนี้สินภาคธนาคารของรัฐบาลเกาหลีใต้เป็นระยะเวลา 3 ปี (ตุลาคม 2551)

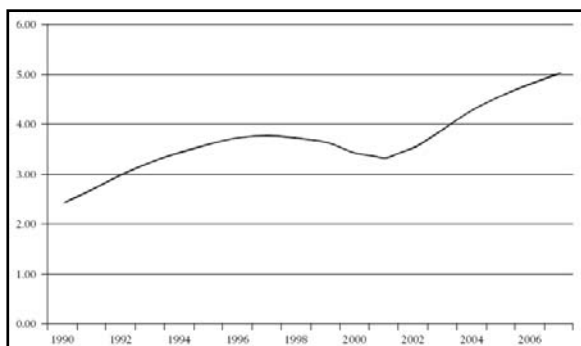
แก้ปัญหาวิกฤติมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปี 2551 ได้เริ่มส่งผลให้ภาวะเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ เข้าสู่ภาวะที่มีเสถียรภาพมากขึ้นในไตรมาสสองของปี 2552 โดยที่มีสัญญาณว่าเศรษฐกิจโลกได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาสแรกของปี และในขณะเดียวกันประเทศต่าง ๆ ก็เริ่มให้ความสำคัญมากขึ้นกับการดำเนินมาตรการระยะยาวเพื่อแก้ไขความไม่สมดุลพื้นฐานภายในประเทศที่เป็นสาเหตุหนึ่งของการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ นั่นคือการแก้ปัญหาในภาคเศรษฐกิจจริงให้เกิดความสมดุลระหว่างการใช้จ่ายและการลงทุน การเพิ่มการลงทุนเพื่อนาคัดทั้งในด้านโครงสร้างพื้นฐาน การศึกษา และสาธารณสุข โดยกำหนดเป้าหมายที่คล้ายคลึงกันในการเพิ่มผลผลิตการผลิต ส่งเสริมเศรษฐกิจสร้างสรรค์ การส่งเสริม low carbon economy และการปรับเปลี่ยนไปสู่ระบบระบบทุนนิยมอย่างยั่งยืนและการพัฒนาอย่างยั่งยืนในที่สุด เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตามการปฏิรูปภาคการเงินซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญจะต้องดำเนินการควบคู่กันนั้นนับว่ายังอยู่ในระยะเริ่มต้นเพียงการกำหนดกรอบแนวคิดโดยยังไม่มีแนวทางอย่างเป็นระบบโดยเฉพาะเพื่อการดำเนินการในระยะยาว ข้อหารื้อและการอภิปรายในกลุ่มธนาคารกลางและผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจยังมุ่งเน้นกับการแก้ปัญหาในระยะสั้นและการสร้างความเข้าใจกับสาเหตุและลักษณะของปัญหาที่เกิดขึ้นเป็นสำคัญ

จุดเริ่มต้นของวิกฤติเศรษฐกิจโลกเริ่มขึ้นและมีศูนย์กลางของปัญหาที่วิกฤติการณ์สินเชื่อถ้อยคุณภาพในสหรัฐฯ ดังที่ได้กล่าวมาข้างต้น แต่อย่างไรก็ตามปัญหาพื้นฐานที่แท้จริงที่ทำให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจการเงินโลกนั้น เกิดมาจากความไม่สมดุลใน 2 ส่วนหลักที่เกี่ยวข้องกัน ได้แก่ **1) ความไม่สมดุลในการลงทุนและการออมของโลก (Global Investment and Saving Imbalance)** ความไม่สมดุลของระบบเศรษฐกิจโลกนี้ หมายถึง วงจรความไม่สมดุลของการใช้จ่ายและการออมระหว่างประเทศพัฒนาแล้วได้แก่ ประเทศสหรัฐฯ กับประเทศกำลังพัฒนาในภูมิภาคเอเชียและตะวันออกกลาง และความไม่สมดุลในระดับโลกได้ทำให้ความไม่สมดุลระหว่างการใช้จ่ายและการออมภายในประเทศมีมากขึ้นด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะการใช้จ่ายที่เกินตัวของประชาชนสหรัฐฯ **2) ความไม่สมดุลในภาคการเงิน (Financial Market Imbalance)** เป็นความไม่สมดุลระหว่างการพัฒนาของภาคการเงินกับกฎระเบียบ การกำกับดูแล และการเฝ้าระวังของหน่วยงานที่รับผิดชอบ โดยในบทนี้จะพิจารณาถึงความไม่สมดุลในทั้งสองส่วนที่เป็นสาเหตุสำคัญของการเกิดวิกฤติในครั้งนี้

1) ความไม่สมดุลในการลงทุนและการออมของโลก (Global Investment and Saving Imbalance) หรือวงจรความไม่สมดุลของการใช้จ่ายและการออมระหว่างประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนา ในภาวะที่มีความไม่สมดุลระหว่างการออมและการใช้จ่ายภายในประเทศ โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกาจึงได้ทำให้เกิดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างมหาศาลของประเทศสหรัฐฯ ในขณะเดียวกันการปรับลดค่าเงินในภูมิภาคเอเชียในช่วงวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจของเอเชียในปี 2540 ส่งผลให้การบริโภคในประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นจากราคาสินค้าที่ลดลง ซึ่งความไม่สมดุลนี้ได้ทวีความรุนแรงมากขึ้นตั้งแต่ช่วงปี 2544 จากการใช้จ่ายและการลงทุนที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของสังคมสหรัฐฯ ในขณะที่การออมลดต่ำลงเนื่องจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง สหรัฐฯ จึงอยู่ในฐานะที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในปริมาณมหาศาลเป็นเวลาต่อเนื่องหลายปี ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดขึ้นได้อย่างต่อเนื่องเนื่องจากประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียนั้นได้ดำเนินมาตรการค่าเงินอ่อนเพื่อกระตุ้นการส่งออกอย่างต่อเนื่องหลังวิกฤติปี 2540-2541 ประกอบกับการเปลี่ยนแปลงฐานการผลิตของโลก (Global Production Platform) มาสู่ประเทศในเอเชียมากขึ้นโดยเฉพาะจีน ไทย และอินเดีย จึงทำให้ขีดความสามารถในการส่งออกของกลุ่มประเทศในเอเชียได้เพิ่มขึ้นมากและเกิดการเกินดุลการค้าโดยเฉพาะอย่างยิ่งการเกินดุลการค้าของจีนต่อสหรัฐฯ การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงของกลุ่มประเทศเอเชียและการแทรกแซงค่าเงินเพื่อให้อ่อนค่าเมื่อ

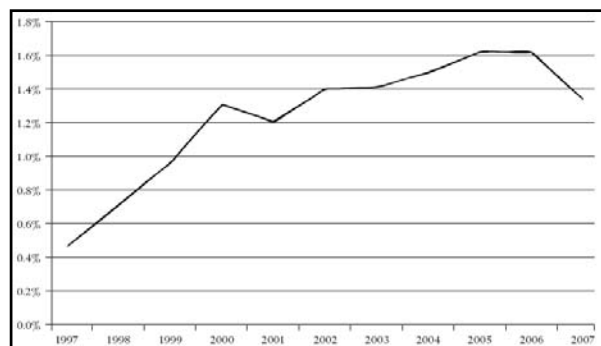
เทียบกับเงินดอลลาร์ สรอ. ได้ส่งผลให้การสะสมทุนสำรองเงินตราระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นมาก (International reserves) ซึ่งนับได้ว่าเป็นแรงจูงใจของกลุ่มประเทศในเอเชียด้วยอีกส่วนหนึ่งในการที่จะสะสมทุนสำรองเพื่อเป็นกันชนที่สำคัญหลังจากที่ได้ประสบปัญหาทุนสำรองลดลงมากในช่วงวิกฤตต้มยำกุ้ง ภายใต้สถานการณ์ที่ทุนสำรองเพิ่มขึ้นมากธนาคารกลางของประเทศต่าง ๆ จึงจำเป็นต้องบริหารเงินทุนสำรองให้เกิดผลตอบแทน ดังนั้นความต้องการเงินและตราสารสกุลเงินดอลลาร์ สรอ. จึงเพิ่มขึ้นเป็นเงาตามตัว และการที่ประเทศในเอเชียมีแรงจูงใจที่จะลงทุนในตราสารสกุลเงินสหรัฐฯ หรือให้กู้ยืมแก่สหรัฐฯ ในอัตราดอกเบี้ยต่ำ ธนาคารกลางสหรัฐฯ จึงสามารถคงอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำไว้ได้นาน การใช้จ่ายเกินตัวของสังคมสหรัฐฯ จึงดำเนินมาได้อย่างต่อเนื่อง แม้ว่าหลายฝ่ายจะทำนายกันไว้ว่าในที่สุดแล้วจะเกิดปัญหาวิกฤตการณ์ค่าเงินดอลลาร์ สรอ. แต่หาได้เป็นเช่นนั้นไม่

แผนภาพที่ 1 หนี้สาธารณะของสหรัฐฯ
(ล้านล้านเหรียญ สรอ.)



ที่มา: Council of Economic Advisers

แผนภาพที่ 2 ดุลบัญชีเดินสะพัดของสหรัฐฯ
(ร้อยละของ GDP โลก)



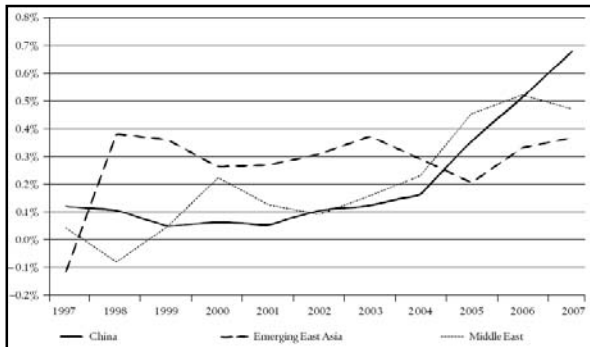
ที่มา: International Monetary Fund

ในขณะที่การใช้จ่ายที่เพิ่มสูงขึ้นในสหรัฐฯ ส่งผลให้อัตราการขยายตัวของประเทศอื่น ๆ โดยเฉพาะประเทศในภูมิภาคเอเชียปรับตัวเพิ่มขึ้น จากปริมาณการส่งออกที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วเป็นสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นจากปริมาณการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมหาศาลและเงินสำรองระหว่างประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการปรับเปลี่ยนนโยบายที่มุ่งเน้นการสร้างฐานเงินสำรองระหว่างประเทศให้เข้มแข็งมากขึ้นหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจของเอเชีย และในช่วงปี 2546 การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศผู้ส่งออกน้ำมันในตะวันออกกลางได้เร่งตัวขึ้น จากความต้องการน้ำมันและราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ความกังวลเกี่ยวกับความมั่นคงทางพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งการเกินดุลของทั้งสองภูมิภาคได้ทำให้วงจรความไม่สมดุลมีความรุนแรงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เงินทุนที่เกิดจากการเกินดุลจำนวนมหาศาลในทั้งสองภูมิภาคดังกล่าวถูกนำไปลงทุนในสินทรัพย์ของสหรัฐฯ เพื่อเพิ่มฐานเงินสำรองระหว่างประเทศ ทำให้ปริมาณเงินทุนสำหรับการกู้ยืมและความต้องการลงทุนในสินทรัพย์สหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้น ประกอบกับเหตุการณ์วินาศกรรมในวันที่ 11 กันยายน 2544 และวิกฤตการณ์ภาวะการค้าสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ในปี 2543-2546¹ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย

¹ ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อแก้ไขปัญหาภาวะความตึงเครียดทางเศรษฐกิจและป้องกันมิให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะ Technical recession จากวินาศกรรมในวันที่ 11 กันยายน 2544 และวิกฤตการณ์ภาวะการค้าสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ในปี 2543-2546 ทั้งนี้ในช่วงปี 2544 – 2547 ธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ดำเนินการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งสิ้นรวม 27 ครั้งและส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวลดลงจากร้อยละ 6.5 เป็นร้อยละ 1.0

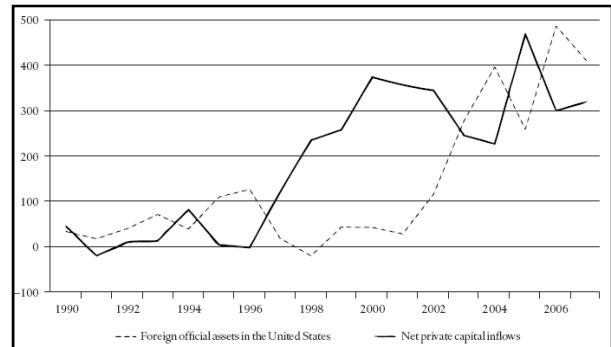
นโยบายของสหรัฐ (FED Fund Rate) ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และกลายเป็นชนวนของการขยายตัวอย่างร้อนแรงในราคาสินทรัพย์ของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 3 ดุลบัญชีเดินสะพัดของสาธารณรัฐประชาชนจีน ประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย และตะวันออกกลาง (ร้อยละของ GDP โลก)



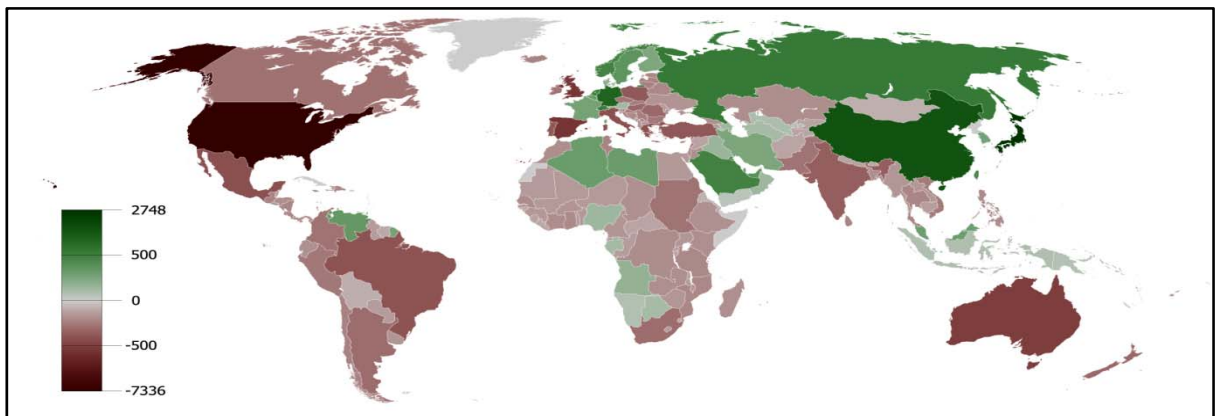
ที่มา: International Monetary Fund

แผนภาพที่ 4 เงินทุนไหลเข้าสู่สหรัฐของสหรัฐฯ (พันล้านเหรียญ สรอ.)



ที่มา: Bureau of Economic Analysis

แผนภาพที่ 5 ดุลบัญชีเดินสะพัดสะสมจากปี 2523 – 2551 (พันล้านเหรียญ สรอ.)



ที่มา: International Monetary Fund

กล่าวโดยสรุปแล้ว วงจรความไม่สมดุลที่ได้กล่าวมาในเบื้องต้นสามารถดำรงอยู่ได้เนื่องจากปัจจัยหลัก 2 ประการ ได้แก่ 1) การที่ค่าเงินดอลลาร์ สรอ. เป็นค่าเงินหลักที่ประเทศต่างๆ ทั่วโลกใช้เป็นทุนสำรองเงินตราระหว่างประเทศ ส่งผลให้เงินทุนที่เกิดจากการเกินดุลในภูมิภาคเอเชียและตะวันออกกลางถูกนำไปใช้ในการชดเชยการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศสหรัฐฯ ทำให้วงจรความไม่สมดุลสามารถหมุนวนไปได้อย่างต่อเนื่อง 2) นโยบายการเพิ่มฐานเงินสำรองระหว่างประเทศ ส่งผลให้ประเทศในภูมิภาคเอเชียได้ใช้ระบบการแทรกแซงค่าเงินเพื่อลดแรงกดดันที่จะทำให้ค่าเงินของตนแข็งค่าขึ้นเพื่อส่งเสริมภาคการส่งออกของประเทศ ซึ่งเป็นส่วนสำคัญในการเพิ่มฐานเงินสำรอง ในขณะที่การแทรกแซงค่าเงินในภูมิภาคเอเชียส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์ สรอ.อ่อนค่าในอัตราที่ช้าลง ซึ่งทำให้ราคาสินค้าและบริการปรับขึ้นช้าลง และทำให้วงจรความไม่สมดุลคงอยู่ได้นานขึ้น และ 3) การย้ายฐานการผลิตของโลก (Global Production Platform) มาสู่ประเทศในเอเชียมากขึ้นทำให้ภูมิภาคในเอเชียมีขีดความสามารถในการแข่งขันและการส่งออกสินค้าในกลุ่มที่เทคโนโลยีสูงเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะรถยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า นอกจากนี้การขยายตัวของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรม

ใหม่ได้ทำให้ความต้องการและราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นและกลายเป็นผลประโยชน์สำคัญต่อรายได้ในรูปเงินดอลลาร์สรอ. ของประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันในตะวันออกกลาง และมีผลต่อเนื่องตามมาต่อราคาพืชพลังงานและรายได้การส่งออกสินค้าเกษตรของหลายประเทศในเอเชีย

แผนภาพที่ 6 วงจรความไม่สมดุลของการใช้จ่ายและการออมระหว่างประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนา



ที่มา: คณะผู้ศึกษา

2) ความไม่สมดุลในภาคการเงิน (Financial Market Imbalance) หรือความไม่สมดุลระหว่างการพัฒนาของภาคการเงินกับการกำหนดกรอบกฎระเบียบ การกำกับดูแล และการเฝ้าระวังของหน่วยงานที่รับผิดชอบ โดยที่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการผ่อนคลายกฎระเบียบในภาคการเงิน และไม่มีการสร้างกฎระเบียบในการกำกับดูแลและการเฝ้าระวังที่เป็นทางเลือกที่มีความเหมาะสมกับพัฒนาการใหม่ของผลิตภัณฑ์ทางการเงิน การทำธุรกรรมทางการเงิน และการดำเนินการของสถาบันการเงินขึ้นมารองรับเป็นสำคัญ ซึ่งแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนในภาคการเงินของสหรัฐ ที่เป็นศูนย์กลางของภาคการเงินโลก โดยความไม่สมดุลในภาคการเงินสหรัฐ ได้ทวีความรุนแรงขึ้นในช่วงปี 2542 โดยเริ่มจากการที่รัฐสภาสหรัฐ ได้ผ่านกฎหมายเพื่อผ่อนคลายกฎระเบียบในภาคการเงินที่เรียกว่า Financial Services Modernization Act of 1999¹ ซึ่งเป็นการยกเลิก

¹ Financial Services Modernization Act ได้ผ่านการพิจารณาจากรัฐสภาของสหรัฐ และลงนามโดยประธานาธิบดี บิล คลินตัน ในวันที่ 12 พฤศจิกายน 2542 ซึ่งเป็นที่รู้จักในอีกชื่อหนึ่งว่า Gramm-Leach-Bliley Act

กฎระเบียบบางส่วนของกฎหมายกำกับธนาคารพาณิชย์ 2 ฉบับ ได้แก่ 1933 Banking Act¹ และ 1956 Bank Holding Company Act² โดยสาระสำคัญของการผ่อนคลายคือการอนุญาตให้มีการจัดตั้ง Financial Holding Company (FHCs) ซึ่งเป็นบริษัทที่สามารถดำเนินการในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธนาคารพาณิชย์ บริษัทพาณิชย์ธนกิจ และบริษัทประกันภัย แต่กฎหมายที่ออกมานั้นไม่ได้ระบุถึงหน่วยงานกำกับดูแล ส่งผลให้เกิดการกำกับดูแลแบบ Function base approach โดยมี Federal Reserve System (Fed) และ Office of the Comptroller of the Currency (OCC) กำกับดูแลกิจการธนาคารพาณิชย์ของ FHCs และ Securities and Exchange Commission (SEC) กำกับดูแลกิจการในส่วนบริษัทพาณิชย์ธนกิจ ในขณะที่ State Insurance กำกับดูแลกิจการประกันภัย ซึ่งไม่มีการกำหนดหน่วยงานที่รับผิดชอบในการกำกับดูแลธุรกรรมที่เกิดขึ้นระหว่าง 3 ส่วนธุรกิจ ส่งผลให้เกิดผู้เล่นใหม่ที่เกิดจากการควบรวมบริษัทและนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ เพิ่มมากขึ้น เพื่อหาผลตอบแทนจากช่องทางนี้

ในขณะเดียวกัน ปริมาณการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ทางการเงินผ่านตลาดต่อรอง (OTC: Over The Counter) ได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ไม่มีหน่วยงานหลักที่เป็นเจ้าภาพในการกำกับดูแลธุรกรรมประเภทนี้โดยตรง³ ส่งผลให้เกิดการถกเถียงว่าใครควรจะเป็นผู้กำกับดูแลธุรกรรมประเภทนี้ และในปี 2544 รัฐสภาสหรัฐฯ ได้ผ่านกฎหมายที่เรียกว่า Commodity Futures Modernization Act (CFMA)⁴ ซึ่งเป็นการปรับปรุง 1974 Commodity Exchange Act (CEA)⁵ โดยยกเลิกการกำกับดูแลการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ผ่านตลาดต่อรองทั้งหมด (self-regulation) เพื่อคงความสามารถในการแข่งขันของสหรัฐฯ ในตลาดต่อรอง ส่งผลให้ปริมาณการถือครองตราสารอนุพันธ์ปรับเพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในช่วงปี 2544 – 2550 ต่อมาในปี 2548 Securities and Exchange Commission (SEC) ได้ยกเลิกข้อบังคับด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทพาณิชย์ธนกิจ (net capital rule⁶) ส่งผลให้เกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วของธุรกรรมทางการเงินที่อยู่บนพื้นฐานของสินเชื่อ⁷ (Leverage-based activities) และเพิ่มความเสี่ยงโดยรวมของบริษัทในที่สุด

กล่าวโดยสรุปแล้ว กฎระเบียบที่ผ่อนคลายลงทำให้เกิดการแข่งขันที่สูงขึ้น ส่งผลให้เกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วของธุรกรรมทางการเงินที่อยู่บนพื้นฐานของสินเชื่อในภาคการเงินสหรัฐฯ และการสร้างสรรค์

¹ 1933 Banking Act หรือที่รู้จักกันในชื่อ Glass-Steagall Act ซึ่งเป็นกฎหมายที่แยกการดำเนินการของธนาคารพาณิชย์และบริษัทพาณิชย์ธนกิจออกจากกัน โดยกำหนดคำนิยามของธนาคารพาณิชย์ให้เป็นสถาบันการเงินที่ดำเนินการรับฝากเงินและปล่อยกู้ ส่วนบริษัทพาณิชย์ธนกิจเป็นสถาบันการเงินที่ดำเนินการซื้อขายและออกหลักทรัพย์ลงทุน (underwriting and dealing securities)

² 1956 Bank Holding Company Act เป็นกฎหมายที่ออกมาเพื่อควบคุมธนาคารพาณิชย์มิให้ดำเนินการในธุรกิจ/ธุรกรรมหรือมีบริษัทในเครือที่ดำเนินการนอกเหนือจากคำนิยามที่กำหนดไว้ใน 1933 Banking Act

³ โดยปรกติแล้วการซื้อขายตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับสินค้าโภคภัณฑ์ จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ Commodity Future Trading Commission (CFTC) ภายใต้กฎหมาย 1974 Commodity Exchange Act แต่ทว่ากฎหมายฉบับนี้ไม่ได้มีการระบุอย่างชัดเจนถึงการกำกับดูแลธุรกรรมตราสารอนุพันธ์ทางการเงินผ่านตลาดต่อรอง

⁴ Commodity Futures Modernization Act (CFMA) ได้ผ่านการพิจารณาจากรัฐสภาของสหรัฐฯ และลงนามโดยประธานาธิบดี บิล คลินตัน ในวันที่ 21 ธันวาคม 2543

⁵ 1974 Commodity Exchange Act (CEA) เป็นกฎหมายที่กำกับดูแลการซื้อขายสัญญาล่วงหน้าและตราสารอนุพันธ์ที่อิงกับสินค้าโภคภัณฑ์ และกำกับให้มีการซื้อขายภายในตลาดที่ได้สร้างขึ้น เช่น Chicago Commodities Exchange เป็นต้น

⁶ ก่อนที่จะมีการยกเลิกข้อบังคับโดย SEC บริษัทพาณิชย์ธนกิจของสหรัฐฯ ต้องรักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนให้ไม่เกิน 12 เท่า

⁷ หลังจากที่มีการยกเลิกข้อบังคับด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนส่งผลให้บริษัทพาณิชย์ธนกิจต่างๆ ปรับเพิ่มอัตราส่วนการกู้ยืมอย่างรวดเร็ว โดยก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจโลกบริษัทพาณิชย์ธนกิจจะดับโลกอย่าง Lehman Brothers Bear Sterns และ Merrill Lynch มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนมากกว่า 30 เท่า

นวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ เพื่อเพิ่มผลกำไรและขยายฐานลูกค้า ในขณะที่ระบบการกำกับดูแลเฝ้าระวังที่อ่อนแอ ส่งผลให้การประเมินความเสี่ยงของบริษัทในภาคการเงินและผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ อ่อนแอ แต่ความซับซ้อนของผลิตภัณฑ์ทางการเงินกลับเพิ่มสูงขึ้น ทำให้วิเคราะห์ข้อมูลด้านความเสี่ยงได้ยากขึ้นซึ่งส่งผลต่อเนื่องต่อความเข้าใจของผู้ลงทุน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกลายเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้ปริมาณการลงทุนและความไม่สมดุลในภาคการเงินเพิ่มรุนแรงขึ้น

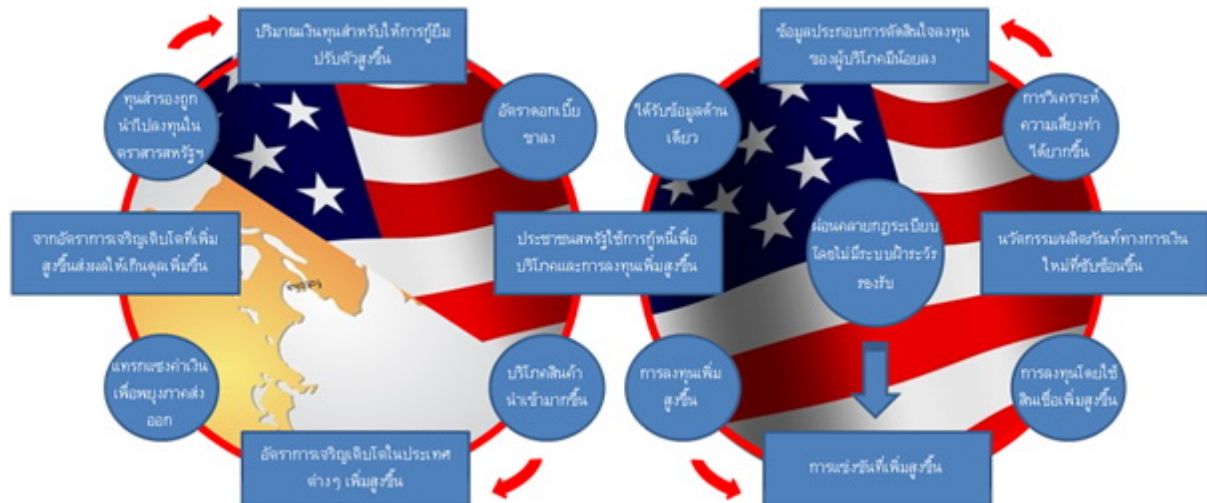
แผนภาพที่ 7 วงจรความไม่สมดุลในภาคการเงิน



ที่มา: คณะผู้ศึกษา

ความเชื่อมโยงของวงจรความไม่สมดุลทั้งสองและการเข้าสู่ภาวะวิกฤตเศรษฐกิจและการเงินจากความไม่สมดุลในการลงทุนและการออมระหว่างประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา ประกอบกับความไม่สมดุลในภาคการเงินจากการพัฒนาที่ไม่สอดคล้องระหว่างภาคการเงินและกฎหมายกับหน่วยงานกำกับดูแลในประเทศเศรษฐกิจหลัก ได้แก่ ประเทศสหรัฐ ส่งผลให้ปริมาณเงินทุนให้กู้ยืมที่เพิ่มมากขึ้น และอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำและมีแนวโน้มลดลง รวมทั้งอัตราผลตอบแทนในภาคการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นจากนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ จากการผ่อนปรนกฎระเบียบ ได้ช่วยกระตุ้นให้เกิดการใช้จ่ายและการลงทุนที่เกินตัวในสังคมสหรัฐ ในขณะที่การประเมินความเสี่ยงของผลิตภัณฑ์ด้อยประสิทธิภาพลงทั้งจากความซับซ้อนของผลิตภัณฑ์และความอ่อนแอในระบบการกำกับดูแล ทำให้ผู้บริโภคได้รับข้อมูลด้านบวกเพียงด้านเดียว ประกอบกับค่าเงินดอลลาร์ สรอ. ที่อ่อนตัวกว่าปัจจัยพื้นฐานอันเนื่องมาจากการแทรกแซงค่าเงินของประเทศผู้ส่งออก ส่งผลให้อัตราการลงทุนและการบริโภคปรับเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง วงจรความไม่สมดุลทั้งสองหมุนวนและเกื้อหนุนซึ่งกันและกันจนกลายเป็นต้นตอของวิกฤตเศรษฐกิจในที่สุด

แผนภาพที่ 8 ความเชื่อมโยงระหว่างวงจรความไม่สมดุลของการใช้จ่ายและการออมระหว่างประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนา และวงจรความไม่สมดุลในภาคการเงิน



ที่มา: สศช.

ห้ยยะ/ Lesson learned

วิกฤติเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบไปทั่วโลกครั้งนี้ยังคงสะท้อนถึงปัญหาเรื่องการบริหารจัดการที่ดี การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่ไม่เหมาะสม และความไม่สมบูรณ์ของการเข้าถึงข้อมูล ที่ทำให้เกิดความไม่สมดุลของการพัฒนาภายในประเทศ เช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นกับประเทศในเอเชียในปี 2540-2541 และวิกฤติในปี 2551-2551 ก็ตอกย้ำประเด็นการพัฒนาเดิม ๆ เรื่องความสมดุลระหว่างปริมาณและคุณภาพของการพัฒนา ความพอดีและความสมดุลของนโยบายเศรษฐกิจการเงินเสรีและกฎระเบียบที่จำเป็น รวมทั้งในเรื่องของการเตรียมความพร้อมของการเข้าสู่กระแสโลกาภิวัตน์ที่ทำให้การเปิดเสรีนั้นมีผลต่อเนื่องมากกว่าและเร็วกว่าที่หลายฝ่ายจะตระหนักรู้ได้

3. ภาวะและระบบเศรษฐกิจโลก: ผลกระทบและแนวโน้มสถานการณ์ในระยะต่อไป

วิกฤตการเงินในปี 2551 ได้ส่งผลกระทบรุนแรงไปทั่วโลก เนื่องจากความเชื่อมโยงในระบบเศรษฐกิจ ทำให้ผลกระทบที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจทั่วโลกรุนแรงกว่าที่ประเมินไว้ ซึ่งผลจากการเกิดวิกฤตทำให้สถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้ภาคธุรกิจประสบปัญหาด้านเงินทุนสำหรับการลงทุนและการผลิต นอกจากนี้ยังทำให้การค้าระหว่างประเทศลดลง ซึ่งส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของโลกลดลง เป็นผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของโลกชะลอตัวโดยเฉพาะในประเทศที่พึ่งพาการส่งออกเป็นหลัก นอกจากนี้หลายประเทศยังประสบปัญหาในเรื่องเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนจากปริมาณการส่งออกที่ลดลงเป็นหลัก อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายที่ลดลงจากปริมาณการลดลงของการค้าระหว่างประเทศ ส่งผลให้เงินทุนของภาคธุรกิจในแต่ละประเทศลดลงด้วย ในขณะที่ภาพรวมมีการประมาณการว่าประเทศกำลังพัฒนามีความต้องการเงินทุนที่มากขึ้นอยู่ในช่วงระหว่าง 350 – 635 พันล้านดอลลาร์ สรอ.¹

สำหรับสถานการณ์ในไตรมาสแรกของปี 2552 แม้จะมีการหดตัวอย่างรุนแรงของ GDP การว่างงาน และราคาส่งหาปริมาณในหลายประเทศยังอยู่ในระดับต่ำ งบประมาณการที่เปราะบางและมีความต้องการเงินเพิ่มทุนเพื่อรักษาเสถียรภาพ แต่ดัชนีทางเศรษฐกิจบางตัวส่งสัญญาณแสดงถึงการเข้าสู่จุดต่ำสุดของภาวะวิกฤตและมีแนวโน้มของการฟื้นตัวในอนาคตอันใกล้ อาทิ การเพิ่มขึ้นของดัชนีราคาในตลาดทุน ปริมาณการส่งออกในบางประเทศ ปริมาณความต้องการสินค้าของผู้บริโภค เป็นต้น ซึ่งคาดว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะมีการปรับตัวดีขึ้นในปี 2553 โดยเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวที่ร้อยละ 2 และ 3.2 ในปี 2553 และ 2554 ตามลำดับ ส่วนประเทศกำลังพัฒนาคาดว่าจะขยายตัวในระดับที่สูงกว่า คือร้อยละ 4.4 และ 5.7 ในปี 2553 และ 2554 ตามลำดับ

ตารางที่ 1 แนวโน้มภาพรวมของระบบเศรษฐกิจโลก

ตัวชี้วัด (% YoY)	2550	2551	2552e	2553f	2554f
ปริมาณการค้าโลก	7.5	3.7	-9.7	3.8	6.9
มูลค่าการผลิตเพื่อการส่งออก	5.5	7.5	1.9	1.0	0.0
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่แท้จริง					
โลก	3.8	1.9	-2.9	2.0	3.2
กลุ่มประเทศที่มีรายได้สูง	2.6	0.7	-4.2	1.3	2.4
กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา	8.1	5.9	1.2	4.4	5.7

ที่มา: ธนาคารโลก

จากภาพรวมของผลกระทบที่เกิดขึ้นเป็นลูกโซ่ในระบบเศรษฐกิจดังที่กล่าวมาข้างต้นนั้น สามารถวิเคราะห์ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อภาคส่วนต่างๆ ในรายละเอียดได้ดังนี้

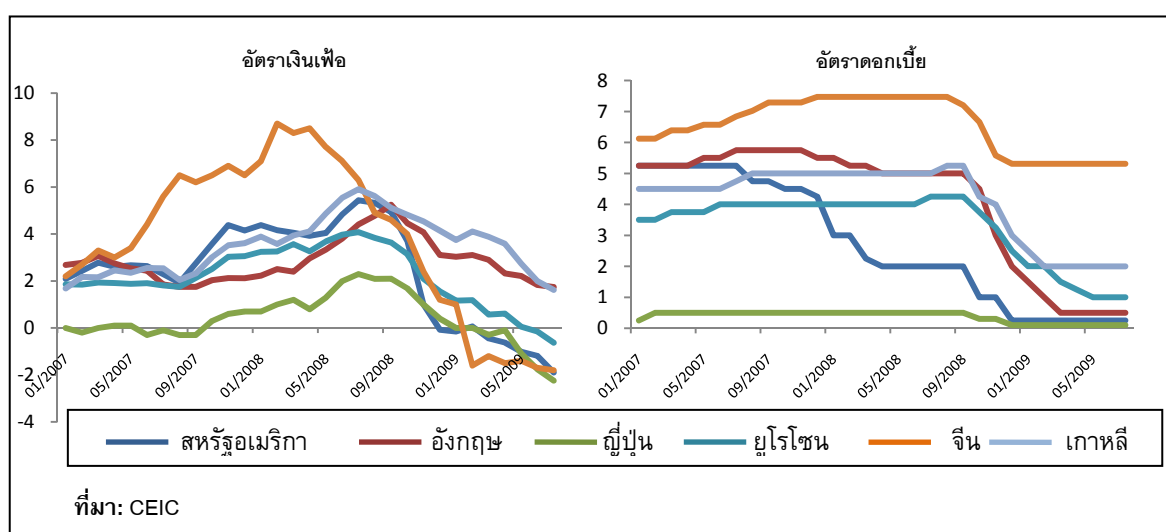
3.1 ผลกระทบต่อภาคการเงิน ซึ่งเป็นภาคส่วนแรกที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากการล้มละลายของสถาบันการเงินหลักในระบบการเงินโลก โดยเฉพาะในประเทศที่เป็นจุดเริ่มต้นของปัญหา คือ ประเทศสหรัฐอเมริกา หรือประเทศที่มีกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งทางตรงและทางอ้อมกับสถาบันการเงินหรือผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีปัญหา หลังจากนั้นได้ขยายผลความเสียหายไปยังประเทศอื่นที่ไม่มีกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยตรง แต่ความเสียหายเกิดขึ้นเนื่องจากกิจกรรมในภาคการเงินที่ลดลง หรือการเคลื่อนย้ายเงินทุนกลับไปยังประเทศแม่ของผู้ลงทุนเพื่อ

¹ จากรายงาน Global Development Finance: Charting a Global Recovery, หน้า 7

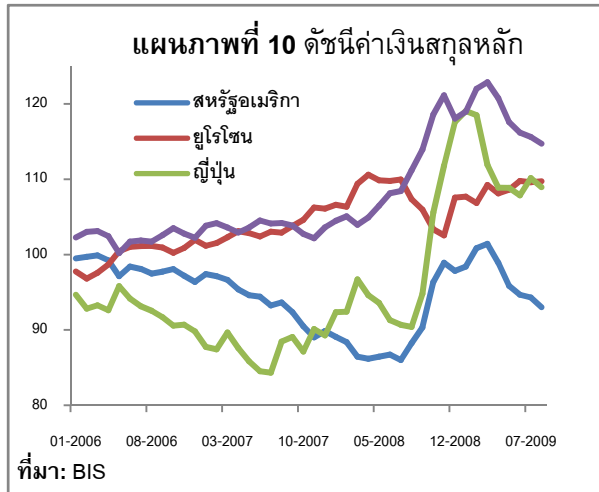
เสริมความเข้มแข็งของฐานะทางการเงิน ทำให้เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องและเงินทุนหมุนเวียนในระบบการเงินระหว่างประเทศ โดยมีผลกระทบเกิดขึ้นกับตัวแปรทางการเงินที่สำคัญในลักษณะต่างๆ กันดังนี้

3.1.1 อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและราคาสินค้าเกษตรในช่วงหลังปี 2546 ส่งผลให้แรงกดดันด้านเงินเฟ้อและความวิตกกังวลเกี่ยวกับปัญหาฟองสบู่ในเศรษฐกิจสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นตามลำดับ โดยที่อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 2.27 ในปี 2546 เป็นร้อยละ 5.37 ในเดือนสิงหาคม 2550 ทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ มีความจำเป็นในการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องเพื่อลดความร้อนแรงทางเศรษฐกิจและลดแรงกดดันทางด้านเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เคยอยู่ในระดับต่ำเพียงร้อยละ 0.98 ในเดือนธันวาคม 2546 ปรับตัวเข้าสู่ขาขึ้นและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงระดับสูงสุดที่ร้อยละ 5.02 ในเดือนสิงหาคมปี 2550 ซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกสูงขึ้น โดยอัตราเงินเฟ้อในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาเพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าประเทศพัฒนาแล้ว เป็นผลจากสัดส่วนการใช้สินค้าน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์อื่นที่สูงกว่า ต่อมาเมื่อเศรษฐกิจเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากต้นทุนน้ำมันราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้น และผลของการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อลดความร้อนแรงของเศรษฐกิจ ทำให้รายได้และขีดความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้ลดลง โดยเฉพาะในตลาดสินเชื่อรายย่อยคุณภาพ (Sub-Prime) การผิดนัดชำระหนี้เพิ่มสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นกลายเป็นภาระที่ผู้กู้ยืมในกลุ่ม Sub-Prime ไม่สามารถรับภาระได้โดยเฉพาะในภาวะที่การจ้างงานและการหารายได้เริ่มชะลอลง จึงกลายเป็นหนี้เสียและส่งผลกระทบต่อวงกว้างกลายเป็นวิกฤติการณ์สินเชื่อรายย่อยคุณภาพ (Sub-Prime Crisis) ในช่วงกลางปี 2550 และได้ส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังสถาบันการเงินที่ลงทุนในตราสารอนุพันธ์ที่มีสินเชื่อรายย่อยคุณภาพเป็นหลักทรัพย์อ้างอิง ในที่สุดส่งผลกระทบต่อความมั่นคงสถาบันการเงินเป็นวงกว้างมากขึ้น อย่างไรก็ดีตาม นับตั้งแต่กลางเดือนพฤศจิกายน ปี 2551 เป็นต้นมา ระดับราคาน้ำมันและสินค้าเกษตรเริ่มลดลงทำให้เงินเฟ้อลดลงด้วย คาดว่า ณ สิ้นปี 2552 กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่จะมีอัตราเงินเฟ้อลดลงจากในปี 2551 ประมาณร้อยละ 2 ส่วนในปี 2553 คาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ใกล้เคียงที่ระดับร้อยละ 5 รวมไปถึงการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษของประเทศต่าง ๆ เพื่อช่วยกระตุ้นการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศต่าง ๆ อยู่ในระดับที่ต่ำสุดอย่างเป็นประวัติการณ์

แผนภาพที่ 9 อัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยของประเทศต่าง ๆ



สำหรับความเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนนั้น ในช่วงปี 2550 ก่อนการล้มละลายของ Lehman Brothers อัตราแลกเปลี่ยนในทุกภูมิภาคแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ เพราะเศรษฐกิจอยู่ในช่วงขาขึ้น อัตราเงินเฟ้อต่ำ นักลงทุนมีมุมมองเป็นบวก และคาดการณ์ว่าความเสี่ยงของตลาดอยู่ในระดับต่ำ จึงกล้างทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง ทำให้มีเงินลงทุนไหลเข้ามาในตลาดเกิดใหม่จำนวนมากเพื่อหาผลตอบแทนที่สูงกว่า ทั้งนี้ ด้วยความเป็น Pro-cyclicality ของภาคการเงิน (จะกล่าวต่อไปในบทที่ 4) แต่



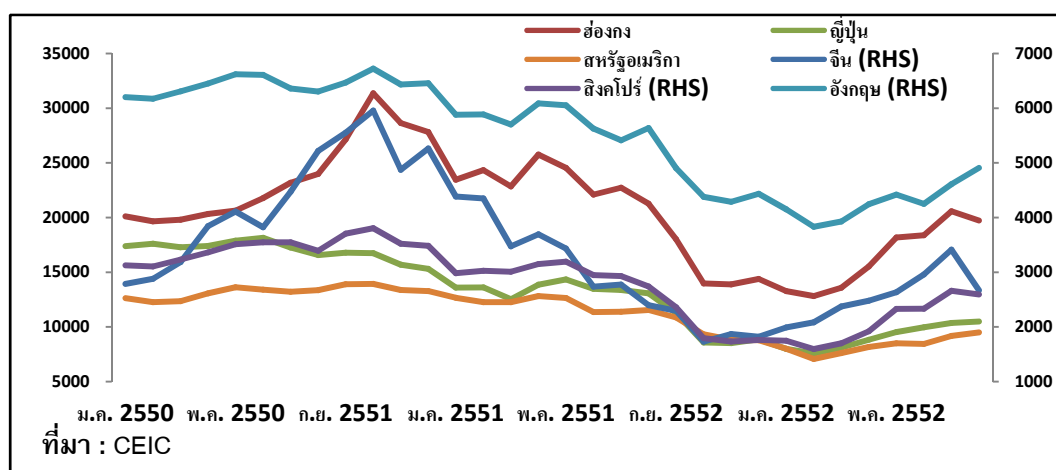
หลังจากการล้มละลายของ Lehman Brothers ซึ่งเปรียบเสมือนการแตกของฟองสบู่ ส่งผลให้นักลงทุนดึงเงินกลับเพื่อปรับฐานะในงบการเงินและปรับรูปแบบการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยง โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ที่มีความเสี่ยงทางการเงินและความไม่แน่นอนทางด้านเศรษฐกิจที่สูงมากขึ้น ส่งผลให้มีการเร่งขายสินทรัพย์ (Deleveraging) ในรูปแบบต่าง ๆ ของนักลงทุนทั่วโลก และมีความต้องการถือพันธบัตรสหรัฐเพิ่มขึ้น ในฐานะที่เป็นสินทรัพย์ซึ่งมีความปลอดภัยสูง (Safe Haven Asset) ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนทุกภูมิภาคอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับ

ดอลลาร์สหรัฐ โดยในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ค่าเงินอ่อนค่าลงมากกว่าร้อยละ 20 เป็นผลให้เงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นในฐานะที่เป็นสกุลเงินที่มีความปลอดภัยสูง (Safe Haven Currency) เช่นเดียวกับเงินเยนญี่ปุ่นที่แข็งค่าขึ้นมากจากการถอนเงินลงทุนในประเทศที่อัตราดอกเบี้ยสูงกลับคืนญี่ปุ่น (Unwind Carry Trade) แต่ในช่วงกลางปี 2552 เงินดอลลาร์สหรัฐกลับอ่อนค่าลง เนื่องจากความเชื่อมั่นต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศต่าง ๆ มีสูงขึ้น ทำให้มีเงินกลับมาลงทุนในตลาดเกิดใหม่ ประกอบกับการที่สหรัฐใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย (Quantitative Easing) ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง

3.1.2 ตลาดทุน การพัฒนาอย่างก้าวกระโดดของตลาดทุน ทำให้ตลาดทุนมีบทบาทสูงขึ้นมากในระบบการเงินโลก เนื่องจากการทำธุรกรรมในตลาดทุนค่อนข้างสะดวก สามารถเข้าถึงได้โดยง่าย และมีสภาพคล่องสูง ส่งผลให้ผู้ได้รับผลกระทบผ่านช่องทางตลาดทุนค่อนข้างกระจายตัวในวงกว้าง นอกจากนี้ตลาดทุนมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยต่าง ๆ ค่อนข้างสูง และจะเป็นตลาดแรกที่มีปฏิกิริยาต่อการเปลี่ยนแปลง ดังนั้น เมื่อสถาบันการเงินขนาดใหญ่ในยุโรปและสหรัฐ ได้แก่ BNP Paribas และ Bear Stearns ประสบปัญหาทางการเงิน ในเดือน กุมภาพันธ์และพฤษภาคม 2551 ตามลำดับ ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกปรับตัวลดลงทันที แต่ทั้งนี้ยังคงได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยบวกด้วยตัวเลขผลประกอบการไตรมาสแรก ปี 2551 ของบริษัทจดทะเบียนหลายแห่งในสหรัฐ ที่มีผลการดำเนินงานดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ ประกอบกับการประกาศคืนภาษี (tax rebate) และตัวเลขทางเศรษฐกิจหลายตัวของสหรัฐที่ยังอยู่ในระดับค่อนข้างดี อย่างไรก็ตาม หลังจาก Lehman Brothers สถาบันการเงินที่ใหญ่เป็นอันดับ 4 ของประเทศประสบภาวะล้มละลายในเดือนกันยายน 2551 ส่งผลกระทบบอย่างรุนแรงต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและสถาบันการเงินทั่วโลกถึงความสามารถในการดำเนินการตามสัญญาทางการเงินของคู่สัญญา เป็นผลให้นักลงทุนและสถาบันการเงินลดปริมาณการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงทั้งในตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้อย่างรวดเร็ว ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนในตลาดตราสารหนี้ (Bond Yield) ระหว่างตราสารระยะสั้นและระยะยาวมีช่วงห่างเพิ่มขึ้นอย่างมาก แสดงถึงความ

ไม่เชื่อมั่นในภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกตกลงอย่างรุนแรงและรวดเร็ว โดยลดลงถึงร้อยละ 40 จากความวิตกกังวลในหมู่นักลงทุนทั่วโลกถึงการล้มละลายแบบ domino effect ที่อาจเกิดขึ้นกับสถาบันการเงินอื่น (หรือที่เรียกว่า systemic risk) ถึงแม้ว่าทางการได้ออกมาตรการเร่งด่วนเพื่อช่วยเหลือสถาบันการเงิน โดยการเพิ่มสภาพคล่องผ่านการให้กู้ยืมโดยตรงจากรัฐบาล หรือธนาคารกลาง แต่ความเชื่อมั่นในตลาดทุนทั่วโลกตกต่ำลงมากทำให้นักลงทุนยังคงเร่งขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ทุกภูมิภาค โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์ในเอเชียได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติเร่งนำเงินลงทุนกลับประเทศเพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน สถานะการขาดทุนและเสริมสภาพคล่องให้กับตนเอง เป็นผลให้รัฐบาลในหลายประเทศต้องออกมาตรการทางการคลังมาเพิ่มเติม เพื่อสร้างความเชื่อมั่นว่าภาครัฐพร้อมที่จะเข้ามาช่วยแก้ปัญหา ซึ่งเป็นการช่วยลดภาวะความตื่นตระหนกของนักลงทุนและประชาชนทั่วไปได้ ทำให้ช่วยบรรเทาการลุกลามของปัญหาได้ในระดับหนึ่ง

แผนภาพที่ 11 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเศรษฐกิจหลัก



3.1.3 เงินทุนเคลื่อนย้ายและเงินทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง จากการที่ภาวะการซื้อขายในตลาดทุนได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง ทำให้เงินลงทุนจากต่างประเทศในตราสารหนี้และตราสารทุนของประเทศกำลังพัฒนาไหลออกอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้รายรับของประเทศยัง ลดต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ และค่าเงินสกุลต่าง ๆ ทั่วโลกอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับค่าเงินเหรียญสหรัฐ ส่งผลให้ปริมาณเงินทุนของประเทศนั้นลดลง ทั้งในส่วนเงินทุนสำรองทางการและเงินทุนของภาคเอกชน ทำให้ในบางประเทศมีความจำเป็นที่จะต้องขอกู้ยืมเงินทุน เพื่อนำมาใช้ในการหมุนเวียนระบบเศรษฐกิจ ในขณะที่เงินทุนสำรองของแต่ละประเทศลดลงอย่างต่อเนื่องนั้น ปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายสู่ประเทศกำลังพัฒนาได้ปรับลดลงเช่นกัน จาก 1.2 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2550 มาอยู่ที่ 0.71 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2551 ซึ่งประเทศกำลังพัฒนานั้นต้องพึ่งพิงเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอย่างมาก โดยธนาคารโลกประมาณการว่า ร้อยละ 25 ของเงินลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาเป็นเงินทุนจากต่างประเทศ และในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา 1 ใน 3 ของประเทศกำลังพัฒนาทั้งหมดได้รับเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในระดับที่มากกว่าร้อยละ 6 ของ GDP ประเทศ ซึ่งการถอนการลงทุนและหรือการลดปริมาณเงินทุนอย่างรวดเร็วส่งผลให้ความรุนแรงของผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจโลกต่อประเทศกำลังพัฒนาเพิ่มขึ้นเป็นเท่าทวีคูณ

สถานการณ์เงินทุนเคลื่อนย้ายและผลกระทบ

1. การเข้าถึงแหล่งเงินทุนในตลาดตราสารหนี้โลกของประเทศกำลังพัฒนาลดลงอย่างมาก โดยอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ของประเทศกำลังพัฒนาเทียบกับตราสารหนี้สหรัฐฯ แตกต่างกันถึง 874 bps ในช่วงเดือนตุลาคม 2551 ซึ่งถือเป็นส่วนต่างที่มากที่สุดในรอบ 7 ปีที่ผ่านมา เป็นผลจากความเสี่ยงของการผิดนัดชำระที่สูงมากขึ้นในขณะที่วิกฤติเศรษฐกิจมีแนวโน้มแย่ลง ส่งผลต่อต้นทุนในการออกตราสารหนี้ที่เพิ่มขึ้น และความกังวลของนักลงทุนต่อการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น

2. การไหลออกของเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศ (เงินกู้ระยะยาว 1 ปีหรือน้อยกว่า) เงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศสู่ประเทศกำลังพัฒนาในไตรมาสสุดท้ายของปี 2551 ไหลออกกว่า 113 พันล้านเหรียญ สหรัฐ. เทียบกับการไหลเข้ากว่า 50 พันล้านเหรียญ สหรัฐ. ในช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า เป็นผลจากผู้กู้ในระยะสั้นมีความสามารถในการจ่ายคืนลดลง ทำให้ผู้ปล่อยกู้หันไปปล่อยเงินกู้ให้กับลูกหนี้ที่มีความสามารถในการจ่ายคืนเงินกู้ระยะยาวได้แทน และในกรณีที่วิกฤติเศรษฐกิจมีแนวโน้มแย่ลงสถาบันการเงินจะปรับเปลี่ยนพฤติกรรมกรรมการปล่อยกู้ที่ต้องการหลักทรัพย์ค้ำประกันในอัตราที่สูง ทำให้ภาคการส่งออกและนำเข้าได้รับผลกระทบอย่างมาก เนื่องจากในปัจจุบันหลายประเทศใช้เงินกู้ระยะสั้นในการรองรับการเจริญเติบโตของการค้าระหว่างประเทศ (trade finance) ซึ่งจะเห็นได้จากการที่ธนาคารรัฐประชาชนจีน ใช้ trade finance ในปี 2550 กว่า 133.1 พันล้านเหรียญ สหรัฐ. หรือคิดเป็นร้อยละ 50 ของเงินกู้ระยะสั้นทั้งหมดในประเทศ ซึ่งผลกระทบจากปริมาณเงินกู้ระยะสั้นในตลาดที่ลดลงจะทำให้การค้าระหว่างประเทศหดตัวลงไปด้วย

3. เงินลงทุนจากต่างประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวและคาดว่าจะลดลงในปี 2552 ซึ่งเป็นผลจาก 3 ปัจจัยหลัก คือ 1) การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นของนักลงทุนซึ่งเป็นบริษัทข้ามชาติขนาดใหญ่และมีการลงทุนในระยะยาวเป็นหลัก ทำให้ปริมาณการลงทุนค่อนข้างทรงตัว แต่เมื่อเกิดวิกฤติทางการเงินขึ้น มีความระมัดระวังในการลงทุนมากขึ้น ประกอบกับการลดลงอย่างมากในปริมาณการควบรวมบริษัท (M&A transaction) กว่าร้อยละ 50 ในไตรมาสแรกของปี 2552 (โดยปกติ M&A transaction คิดเป็นร้อยละ 30 ของปริมาณ FDI ทั้งหมดของประเทศกำลังพัฒนา) 2) ปริมาณการส่งเงินกลับประเทศของบริษัทข้ามชาติเริ่มเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องถึงระดับที่ร้อยละ 70 ตั้งแต่ไตรมาสที่สามของปี 2551 เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 50 ในช่วงก่อนหน้านี้ ซึ่งหมายความว่าปริมาณเงินที่จะลงทุนเพิ่มเติม (reinvestment) ในปีต่อไปจะลดลง และ 3) เริ่มมีการขายทรัพย์สินจากบริษัทข้ามชาติที่ประสบปัญหา ทำให้เกิดการถอนการลงทุน (disinvestment) จากบริษัทข้ามชาติ ปริมาณการส่งเงินกลับบ้านของแรงงานต่างชาติดังกล่าว (Remittance) เริ่มชะลอตัวลงในปี 2551 ซึ่งจะส่งผลกระทบอย่างมากต่อประเทศที่สัดส่วนรายได้ส่งกลับต่อ GDP อยู่ในอัตราที่สูง และคาดว่าจะมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องตลอดปี 2552 จากการที่ภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง โดยเฉพาะภาคการก่อสร้างในประเทศพัฒนาแล้วยังคงอยู่ในภาวะชะลอตัว

แนวโน้มการลดลงของเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในปี 2552-2553

1. การไหลเข้าของ FDI จะลดลงสู่ระดับ 385 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือประมาณร้อยละ 30 ซึ่งจะเป็นการลดลงครั้งแรกตั้งแต่ปี 2529

2. เงินกู้จากต่างประเทศจะหดตัวอย่างมาก โดยเฉพาะเงินกู้ระยะสั้นในขณะที่เงินกู้ระยะปานกลางและระยะยาวชะลอตัว ซึ่งเหตุผลหลักของการหดตัวมาจาก 2.1) แรงกดดันต่อสถานะการเงินของสถาบันการเงินทั่วโลกที่จะเพิ่มสูงขึ้น 2.2) ปัญหาสภาพคล่องในระบบธนาคารพาณิชย์ที่ยังคงมีอย่างต่อเนื่อง และ 2.3) กฎระเบียบการปล่อยเงินกู้ที่เข้มงวดมากขึ้น

3. เงินกู้ระหว่างสถาบันการเงินระหว่างประเทศจะลดลง ซึ่งส่งผลมาจาก 3.1) สถานะการเงินของสถาบันการเงินที่ยังคงไม่ชัดเจน 3.2) ความสามารถในการจ่ายคืนและความเสี่ยงเรื่องค่าเงิน ส่งผลให้สถาบันการเงินจะปล่อยกู้กันเองภายในประเทศมากขึ้น (Home-bias) 3.3) การเพิ่มสัดส่วน capital ratio จะมีความสำคัญมาก ส่งผลให้สถาบันการเงินอาจลดปริมาณการปล่อยกู้ต่างประเทศเพื่อลดความเสี่ยงลง และ 3.4) จากการที่รัฐบาลเข้ามาถือหุ้นในสถาบันการเงินเพิ่มสูงขึ้นตามมาตรการการช่วยเหลือต่างๆ ทำให้เกิดการกระตุ้นให้สถาบันการเงินปล่อยกู้ภายในประเทศเป็นหลักเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจภายใน

3.2 ผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง จากความสัมพันธ์ระหว่างภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงที่มีความเชื่อมโยงและพึ่งพากันมากขึ้น ทำให้ปัญหาจากภาคการเงินส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงได้อย่างรุนแรงและรวดเร็วขึ้น การลดลงของกิจกรรมทางการเงินทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจลดลงอย่างชัดเจน จากการชะลอตัวในด้านการใช้จ่ายทั้งของผู้บริโภคและภาคเอกชน ส่งผลให้เกิดการหดตัวต่อภาคการผลิตและการค้าระหว่างประเทศ โดยมีรายละเอียดในส่วนที่สำคัญ ดังนี้

3.2.1 การขยายตัวทางเศรษฐกิจ เศรษฐกิจโลกเริ่มชะลอตัวในไตรมาสสองปี 2551 และเข้าสู่ภาวะถดถอยในไตรมาสสี่ของปีเดียวกัน ภาคเศรษฐกิจจริงได้รับผลกระทบทั้งทางด้านการบริโภค การผลิตและการลงทุนเนื่องจากความต้องการสินค้ารวมที่ลดลงนับตั้งแต่ไตรมาสสี่ ปี 2551 ทั้งนี้การลงทุนชะลอตัวลงมากโดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา นอกจากนี้ประชาชนยังชะลอการใช้จ่ายและเพิ่มระดับการออม เนื่องจากความเชื่อมั่นที่ลดลง ซึ่งการลดลงของความต้องการเพื่อการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนส่งผลต่อการผลิตภาคอุตสาหกรรมโดยรวม ทั้งนี้เป็นการลดลงทั้งปริมาณผลผลิตและอัตราการใช้จ่ายในการผลิตที่ลดต่ำกว่าร้อยละ 70 ในประเทศต่างๆ ทั่วโลก โดยเฉพาะในยุโรปและประเทศแถบเอเชียกลาง นอกจากนี้ยังได้ส่งผลกระทบไปยังภาคการส่งออกของแต่ละประเทศ ปริมาณการส่งออกโดยรวมของโลก ลดลงร้อยละ 10.8 ในช่วงปลายปี 2551 ซึ่งเป็นเหตุผลหลักที่ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดในกลุ่มประเทศที่พึ่งพาการส่งออกขาดดุลมากขึ้น แม้ว่าค่าเงินดอลลาร์ที่อ่อนค่าลงมากกว่าร้อยละ 30 จะทำให้มูลค่าการขาดดุลดังกล่าวน้อยลงกว่าที่ควรจะเป็น แต่อย่างไรก็ตามในช่วงต้นปี 2552 สัญญาณการปรับตัวทางเศรษฐกิจดีขึ้น เนื่องจากผลของมาตรการการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจในหลายประเทศและมีสัญญาณที่ชัดเจนขึ้นในไตรมาสสอง โดยเป็นการปรับตัวดีขึ้นทั้งในภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริง ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจปรับเพิ่มขึ้น มูลค่าการส่งออกในกลุ่ม G-7 หดตัวน้อยลง ดัชนีการใช้จ่ายของผู้บริโภคในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศอุตสาหกรรมสำคัญ ๆ หดตัวน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้เดิม ในขณะที่ดัชนีการผลิตที่ไม่รวมสินค้าเกษตรและบริการ (ดัชนี ISM และดัชนี PMI) ปรับตัวเข้าใกล้ระดับ 50 มากขึ้น อย่างไรก็ตามการฟื้นตัวครั้งนี้ยังอยู่บนความเปราะบาง เนื่องจากเป็นผลของมาตรการระยะสั้นที่ทุกประเทศระดมดำเนินนโยบายการเงินและการคลังเพื่อหยุดยั้งความเสียหายของภาคเศรษฐกิจ

ตารางที่ 2 ดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจในประเทศเศรษฐกิจหลัก

ตัวชี้วัด	Q1/51	Q2/51	Q3/51	Q4/51	Q1/52	Q2/52
ดัชนี PMI ภาคการผลิต						
สหรัฐอเมริกา	48.6	50.2	43.5	32.9	36.3	44.8
ยูโรโซน	52.0	49.2	45.0	33.9	33.9	42.6
จีน	59.2	52.0	51.2	41.2	52.4	53.5
ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค						
สหรัฐอเมริกา	65.9	51.0	61.4	38.6	26.9	49.3
อังกฤษ	77.0	63.0	53.0	48.0	45.0	63.0
ญี่ปุ่น	36.1	32.5	31.2	26.9	28.4	37.6
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ						
โลก	4.8	3.8	2.3	-0.2	-4.0	-2.5
สหรัฐอเมริกา	2.0	1.6	0.0	-1.9	-3.3	-3.9
ยูโรโซน	2.1	1.4	0.6	-1.5	-4.9	-4.6
จีน	10.6	10.1	9.0	6.8	6.1	7.9
ญี่ปุ่น	1.3	0.6	-0.3	-4.3	-8.7	-6.4

ที่มา: รวบรวมโดย สศช.

3.2.2 ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ในช่วงต้นปี 2551 ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสูงขึ้นมากซึ่งเป็นผลมาจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นและการเก็งกำไรในตลาด ต่อมาเมื่อวิกฤติการเงินเกิดขึ้นในช่วงกลางปี ทำให้ระดับราคาในสินค้านี้ดิ่งลงอย่างรวดเร็วจนการความกังวลต่อระดับราคาที่เปลี่ยนแปลงไปกว่าที่คาดการณ์ไว้และปริมาณความต้องการสินค้าที่ลดลง รวมถึงการลดลงของปริมาณความต้องการบริโภคของทั่วโลกและกิจกรรมการผลิตในอุตสาหกรรมต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มประเทศรายได้สูงและสาธารณรัฐประชาชนจีน โดยเฉพาะราคาน้ำมันดิบลดลงมากกว่าร้อยละ 70 จากที่เคยปรับตัวขึ้นไปแตะระดับ 143 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในเดือนกรกฎาคม จนลดลงมาอยู่ที่ 41 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในเดือนธันวาคม ในขณะที่ราคาสินค้าที่มีใช้พลังงาน (รวมอาหาร) ลดลงประมาณร้อยละ 40

สำหรับในช่วงปี 2553 ได้มีการประเมินแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์ไว้ดังนี้ **1) น้ำมันดิบ** จากปริมาณความต้องการใช้น้ำมันที่ลดลงหลังเกิดวิกฤติ ส่งผลให้กลุ่มโอเปกและนอกโอเปก ลดกำลังการผลิตลง แต่จากการคาดการณ์ถึงปริมาณการใช้น้ำมันในช่วงเศรษฐกิจฟื้นตัว ทำให้คาดว่าจะการผลิตจะเพิ่มขึ้นด้วย แต่อาจจะเพิ่มขึ้นน้อยกว่าปริมาณความต้องการ ส่งผลให้ระดับราคาในระยะปานกลางปรับขึ้น ประกอบกับความผันผวนในตลาดยังคงมีสูง อีกทั้งต้นทุนการดำเนินการที่สูงขึ้นอาจส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับขึ้นมากกว่าที่ประเมินไว้ แต่โดยรวมคาดว่าจะระดับราคาน้ำมันจะเฉลี่ยอยู่ที่ 75 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล ในช่วง 2 ปีนี้ **2) สินค้าโลหะหนัก** ราคาลดลงตามสภาพเศรษฐกิจโดยรวมที่ตกต่ำ แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเมื่อเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น รวมไปถึงโลหะมีค่าที่มีการปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ต้นปี 2552 เนื่องจากความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความปลอดภัย เช่น ทองคำ เพิ่มขึ้น เพื่อทดแทนการลงทุนในตลาดการเงินที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น **3) สินค้าเกษตร** ระดับราคาปรับลดลงไปอยู่ในระดับก่อนที่จะเกิดวิกฤติ เนื่องจากระดับราคาน้ำมันที่ลดลงและปัญหาความต้องการพืชพลังงานที่ใช้ทดแทนน้ำมันลดลง โดยรวมในปี 2552 ปริมาณสินค้าเกษตรจะคงอยู่ในระดับที่พอเพียงต่อความต้องการ แม้ว่าอาจจะได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่เปลี่ยนแปลงไป ระดับราคาคาดว่าจะอยู่ต่ำกว่าปี 2551 ประมาณร้อยละ 20.9 แต่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2553 ตามการปรับตัวฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจ โดยมีการประมาณว่าระดับราคาจะลดลงจากปี 2552 ร้อยละ 1.3

ตารางที่ 3 ประมาณการระดับราคาสินค้าโภคภัณฑ์

(% การเปลี่ยนแปลง)	2549	2550	2551	2552f	2553f
สินค้าพลังงาน	17.3	10.8	45.1	-25.0	0.9
น้ำมัน	20.4	10.6	42.3	-26.4	1.8
ก๊าซธรรมชาติ	33.9	1.0	57.2	-10.8	-4.2
ถ่านหิน	3.1	33.9	97.8	-23.1	-10.0
สินค้ามีใช้พลังงาน	29.1	17.0	22.4	-23.2	-4.3
สินค้าเกษตร	12.7	20.0	28.4	-20.9	-1.3
โลหะและแร่	56.9	12.0	5.0	-25.5	-5.5

ที่มา: ธนาคารโลก

3.3 การดำเนินนโยบายเพื่อแก้ปัญหาในระบบเศรษฐกิจ จากผลกระทบของวิกฤติที่เกิดขึ้นครั้งนี้ ปัญหาที่แต่ละประเทศเผชิญอยู่ ทั้งการขาดสภาพคล่องทางการเงินในระบบ ปัญหานี้เสียจากภาคอสังหาริมทรัพย์ การขาดเงินทุนในการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน ความมั่งคั่งของผู้บริโภคที่ลดลง ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัว จึงทำให้แต่ละประเทศเร่งดำเนินมาตรการเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว มีการออกมาตรการทางการเงินและการคลัง ทั้งที่เป็นมาตรการปกติและมาตรการการพิเศษ เพื่อให้เศรษฐกิจฟื้นตัว โดยมาตรการหลักที่ได้นำมาใช้ ได้แก่

3.3.1 มาตรการทางการเงิน

1) การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ธนาคารกลางของประเทศต่าง ๆ ได้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอย่างรวดเร็วจนปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับที่ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ โดยบางประเทศ เช่น สหรัฐฯ และญี่ปุ่นซึ่งเป็นประเทศหลักของระบบเศรษฐกิจโลกได้ลดอัตราดอกเบี้ยไปอยู่ในระดับที่เข้าใกล้ศูนย์

2) การเสริมสภาพคล่องให้แก่สถาบันการเงินที่มีปัญหา ธนาคารกลางในหลายประเทศได้เข้าให้ความช่วยเหลือแก่สถาบันการเงิน โดยการปล่อยกู้ให้สถาบันการเงิน ทั้งที่เป็นธนาคารและไม่ใช่ธนาคาร การรับซื้อสินทรัพย์ที่มีปัญหา นอกจากนี้ยังมีการปล่อยกู้ให้กับรัฐบาลเพื่อให้รัฐบาลนำเงินไปใช้จ่ายในการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้งบดุลของธนาคารกลางและปริมาณเงินเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะในสหรัฐฯ พบว่างบดุลของธนาคารกลางเพิ่มขึ้นประมาณ 2-2.5 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจสำคัญ ๆ ดังกล่าวจะมีนัยสำคัญต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและเสถียรภาพในตลาดการเงินโลกในอนาคต

3) การสร้างความเชื่อมั่นให้กับภาคการเงิน ด้วยมาตรการหลายรูปแบบ ได้แก่ การค้ำประกันการกู้ยืมระหว่างธนาคาร เป็นการสร้างหลักประกันและความเชื่อมั่นให้กับระบบการเงิน ประเทศที่ดำเนินการได้แก่ เยอรมัน อังกฤษ เนเธอร์แลนด์ และเดนมาร์ก การค้ำประกันหนี้และตราสารหนี้ของสถาบันการเงิน เช่น การค้ำประกันตราสารหนี้ที่ออกโดยสถาบันการเงินของสถาบันเงินฝากของสหรัฐฯ การค้ำประกันตราสารหนี้ของสถาบันการเงินโดยรัฐบาลอังกฤษ ฝรั่งเศสและเยอรมัน การเพิ่มวงเงินการคุ้มครองเงินฝาก เนื่องจากภาวะตลาดตราสารทุนและตราสารหนี้ไม่เอื้ออำนวยต่อการลงทุน ทำให้ผู้ออมหันกลับมาฝากเงินกับสถาบันการเงิน ดังนั้นเพื่อเป็นการป้องกันมิให้ประชาชนตระหนกและไปถอนเงินออกจากสถาบันการเงิน ซึ่งจะเป็นการซ้ำเติมปัญหาให้รุนแรงขึ้น จึงจำเป็นต้องสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ฝากเงินและระบบการเงิน โดย การเพิ่มวงเงินการคุ้มครองเงินฝาก

ตารางที่ 4 มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจสำหรับภาคการเงิน (% GDP)

(ข้อมูล ณ 19 พฤษภาคม 2552)

	การ เพิ่มทุน (A)	การเข้าซื้อ สินทรัพย์และ การกู้ยืมโดย การออกตราสาร (B)	การให้ความ ช่วยเหลือและ สนับสนุน ธนาคารกลาง (C)	การอัดฉีดสภาพ คล่องและการ ช่วยเหลืออื่น ๆ จากธนาคารกลาง (D)	การ รับประกัน (E)	ยอดรวม (A+B+C+D+E)
สหรัฐอเมริกา	4.6	2.3	0.7	41.9	31.4	81.0
ฝรั่งเศส	1.2	1.3	0.0	0.0	16.4	19.2
เยอรมัน	3.8	0.4	0.0	0.0	18.0	22.2
สหราชอาณาจักร	3.9	13.8	12.8	0.0	51.1	81.6
ญี่ปุ่น	2.4	11.4	0.0	1.2	7.3	22.2
เกาหลีใต้	2.5	5.0	0.0	0.2	12.7	20.4
จีน	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
อินเดีย	0.4	0.0	0.0	6.3	0.0	6.7
กลุ่มประเทศ G-20	2.1	2.8	0.8	12.5	14.4	32.5
กลุ่มประเทศ G-20 สหภาพยุโรป	2.6	3.8	3.1	0.5	22.1	32.2
กลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว	3.2	4.4	1.2	18.7	22.9	50.4
กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่	0.1	0.1	0.0	2.0	0.1	2.4

ที่มา: IMF, Fiscal Implication of the Global Economic and Financial Crisis, June 2009

3.3.2 มาตรการทางการเงินคลัง เนื่องจากผลกระทบของวิกฤติการเงินโลกในครั้งนี้ส่งผลในวงกว้างมากกว่าที่มีการคาดการณ์ไว้ อีกทั้งนโยบายการเงินที่ออกมาในระยะแรกยังไม่เห็นผลสำเร็จอย่างชัดเจนในระยะเวลานั้น ประกอบกับสถานการณ์ที่ตกต่ำลงอย่างต่อเนื่อง จึงจำเป็นต้องประกาศใช้มาตรการทางการเงินคลังเพื่อสนับสนุนการแก้ไขปัญหาทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับมาตรการทางการเงิน มีการออกมาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ ทั้งในประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมาตรการที่นำมาใช้เป็นหลัก คือ การดำเนินนโยบายขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้น รัฐบาลหลายประเทศ ได้ดำเนินมาตรการงบประมาณขาดดุลเป็นจำนวนเงินมหาศาลเพื่อดำเนินโครงการลงทุนภาครัฐและเพิ่มทุนในสถาบันการเงินของรัฐ นอกจากนี้ยังมีมาตรการปรับลดภาษีมูลค่าเพิ่ม และการจัดตั้งกองทุนเพื่อสนับสนุนการลงทุนและช่วยเหลือภาคอุตสาหกรรม แต่การกระตุ้นหลัก ๆ จากภาคการคลังจะเน้นไปที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ เพื่อให้เกิดการจ้างงานในประเทศเป็นสำคัญ ซึ่งทำให้ภาระหนี้สาธารณะในประเทศอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อไปอย่างน่าเป็นห่วง เนื่องจากโครงการส่วนใหญ่ที่ภาครัฐต้องสนับสนุนเพื่อฟื้นฟูภาคเศรษฐกิจจริงจำเป็นต้องใช้เงินงบประมาณจำนวนมาก เช่น การแก้ไขปัญหาการว่างงาน การช่วยเหลือภาคส่งออก โดยในปัจจุบันมูลค่ามาตรการการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ รวมกันคาดว่าจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 2.5-3.0 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมของโลก และการดำเนินมาตรการดังกล่าวนี้อาจจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการบริหารเศรษฐกิจในอนาคตได้ รวมทั้งอาจจะกลายเป็นข้อจำกัดสำหรับการดำเนินนโยบายสาธารณะเพื่อยกระดับคุณภาพชีวิตในด้านปัจจัยโครงสร้างพื้นฐาน การศึกษา และการสาธารณสุขของประชาชนในอนาคตได้ ซึ่งอาจจะส่งผลให้ต้องมีการปฏิรูปภาครัฐและระบบการคลังในบางประเทศรวมทั้งการส่งเสริมการร่วมทุนจากภาคเอกชนในการดำเนินโครงการภาครัฐ

ตารางที่ 5 มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านการคลังของประเทศต่างๆ (% GDP)

	2551	2552	2553
อาร์เจนตินา	0.0	1.5	...
ออสเตรเลีย	1.2	2.5	2.1
บราซิล	0.0	0.6	0.5
จีน	0.4	3.1	2.7
แคนาดา	0.0	1.9	1.7
ฝรั่งเศส	0.0	0.7	0.8
เยอรมัน	0.0	1.6	2.0
อินเดีย	0.6	0.6	0.6
อินโดนีเซีย	0.0	1.4	0.6
อิตาลี	0.0	0.2	0.1
ญี่ปุ่น	0.3	2.4	1.8
เกาหลีใต้	1.1	3.7	1.2
เม็กซิโก	0.0	1.5	...
รัสเซีย	0.0	4.1	1.3
ซาอุดีอาระเบีย	2.4	3.3	3.5
แอฟริกาใต้	2.3	3.0	2.1
ตุรกี	0.0	0.8	0.3
สหราชอาณาจักร	0.2	1.5	0.0
สหรัฐอเมริกา	1.1	2.0	1.8
G-20 PPP-GDP weighted average	0.6	2.0	1.5

ที่มา: IMF, Fiscal Implication of the Global Economic and Financial Crisis, June 2009

¹ Fiscal year basis

3.4 สถานการณ์ปัจจุบันและแนวโน้มการปรับตัวของระบบเศรษฐกิจ จากความพยายามร่วมกันของประชาคมโลกในการเร่งประกาศใช้มาตรการช่วยเหลือทางเศรษฐกิจหลายแนวทาง ทั้งการดำเนินนโยบายการเงินและนโยบายการคลัง เพื่อหยุดยั้งภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ ทำให้สถานการณ์เริ่มคลี่คลายลง โดยในไตรมาสสองของปี 2552 ภาวะเศรษฐกิจโลกเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นและมีสัญญาณว่าได้ผ่านช่วงที่ถดถอยที่สุดมาแล้ว โดยเศรษฐกิจโลกหดตัวร้อยละ 2.5 เทียบกับการหดตัวที่ร้อยละ 4.0 ในไตรมาสแรก ทั้งภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจเริ่มมีการปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น โดยมีแรงขับเคลื่อนที่สำคัญจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ทั่วโลก ทั้งนโยบายการเงินและการคลัง ซึ่งเป็นมาตรการแก้ไขปัญหาในระยะสั้น แต่สาเหตุของการเกิดวิกฤตครั้งนี้เป็นผลมาจากการบริหารจัดการในระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพในระดับฐานราก สะสมจนกลายเป็นความไม่สมดุลในระบบเศรษฐกิจโลกที่มีความเชื่อมโยงกันระหว่างประเทศและภูมิภาค จึงส่งผลให้การฟื้นตัวนี้ยังคงเปราะบาง เนื่องจากการแก้ปัญหาพื้นฐานของความไม่สมดุลนั้นใช้ระยะเวลา การฟื้นตัวที่ยั่งยืนในระยะยาวจึงต้องอาศัยยุทธศาสตร์ที่มุ่งเน้นการแก้ปัญหาเชิงโครงสร้างทั้งระบบการเงินและภาคเศรษฐกิจจริง

นัยยะ/ Lesson learned

จากจุดเริ่มต้นที่เป็นเพียงวิกฤตการเงินในภาคการเงิน จนสุดท้ายขยายขนาดจนเป็นวิกฤตเศรษฐกิจโลกในที่สุด ผลกระทบที่แต่ละประเทศทั่วโลกได้รับสะท้อนให้เห็นได้จากปัจจัยทางเศรษฐกิจสำคัญที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง เช่น การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ การใช้จ่ายเพื่อการบริโภคและการลงทุน และการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เป็นต้น โดยผลกระทบที่เกิดขึ้นนี้เป็นการยืนยันให้เห็นถึงความเชื่อมโยงของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกบนความอ่อนแอของโครงสร้างพื้นฐานในระบบการเงิน ตลอดจนระบบการกำกับดูแลที่บกพร่องและขาดประสิทธิภาพ ซึ่งเมื่อเกิดปัญหาขึ้นในภาคส่วนหนึ่งของระบบเศรษฐกิจแล้ว ปัญหานั้นสามารถลุกลามขยายไปยังภาคส่วนที่เกี่ยวข้องได้อย่างรวดเร็วและรุนแรงและกลายเป็นวงจรอุบาทว์ (Vicious circle) ที่แก้ไขได้ยากและต้องใช้เวลา ในขั้นตอนของการแก้ปัญหา นั้นจะมีทั้งผู้ที่สูญเสียและผู้ที่ได้ประโยชน์ แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นทุกครั้งจะกลายเป็นภาระทางการคลังของรัฐบาลอย่างหลีกเลี่ยงได้ยาก และในที่สุดก็มักจะเป็นภาระภาษีถ้าไม่ใช้ในรุ่นนี้ก็เป็นของรุ่นลูกรุ่นหลาน ซึ่งนับเป็นสภาวะที่การพัฒนาในวันนี้กลายเป็นต้นทุนของรุ่นต่อไป นั่นคือการพัฒนาที่ไม่ยั่งยืนนั่นเอง

4. บริบททางการเงินใหม่ของโลกหลังวิกฤติเศรษฐกิจ

ผลของวิกฤติและพลวัตการเปลี่ยนแปลงของโลกที่เกิดขึ้น ทำให้ระบบการเงินของโลกมีการเปลี่ยนแปลงไป ทั้งอันเป็นผลจากการปรับเปลี่ยนลักษณะการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชนเอง การปรับตัวพฤติกรรมของประชาชนในฐานะผู้บริโภค ผู้ออม และผู้ลงทุนในตราสารทางการเงิน รวมทั้งเป็นผลจากการปรับเปลี่ยนนโยบายและมาตรการของภาครัฐและธนาคารกลาง การเปลี่ยนแปลงเงื่อนไข สถานการณ์ และบริบทหรือโฉมหน้าใหม่ของระบบการเงิน จะมีลักษณะสำคัญที่เด่นชัดขึ้น ดังนี้

1) กระแสโลกาภิวัตน์ที่มีแนวโน้มเข้มข้นขึ้นจะทำให้ความเสี่ยงในระบบการเงินแผ่ขยายอย่างรวดเร็วและมีความรุนแรงมากขึ้น พลวัตของกระแสโลกาภิวัตน์ทำให้เกิดความเชื่อมโยงระหว่างระบบเศรษฐกิจในประเทศต่างๆ และการเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน ประกอบกับการพัฒนาตลาดการเงินในประเทศต่างๆ ให้มีความลึก (Market Depth) มากขึ้น รวมทั้งความก้าวหน้าด้านเทคโนโลยีและเทคโนโลยีสารสนเทศเป็นปัจจัยสนับสนุนให้สถาบันการเงิน รวมไปถึงภาคธุรกิจและประชาชนทำธุรกรรมที่ซับซ้อนกันได้อย่างสะดวกมากขึ้น แต่ในขณะเดียวกันระบบการกำกับดูแลยังพัฒนาไปไม่ทันกับการเกิดขึ้นของนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ (Financial Innovation) ส่งผลให้ความเสี่ยงในระบบการเงินมีเพิ่มมากขึ้น และสามารถส่งผ่านความเสี่ยงไปสู่ธุรกิจอื่นในภาคการเงินหรือขยายวงกว้างไปสู่ระบบเศรษฐกิจ เป็น Domino Effect ได้ง่ายขึ้น หรือที่เรียกว่า Systemic Risk¹ ซึ่งเป็นความเสี่ยงในลักษณะเชื่อมโยงเป็นลูกโซ่ ที่มีจุดเริ่มต้นมาจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งแล้วขยายผลความเสียหายไปยังระบบทั้งหมด เช่น การขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงินหนึ่งส่งผลต่อความเชื่อมั่นของระบบการเงิน ทำให้ประชาชนเร่งไปถอนเงินจากสถาบันการเงินอื่นๆ ทำให้ระบบการเงินทั้งหมดได้รับความเสียหาย ดังจะเห็นได้จากวิกฤติสินเชื่อ Sub-Prime ในประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ได้ขยายขนาดขอบเขต และความรุนแรงไปเป็นวิกฤติเศรษฐกิจโลกได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งต่างจากผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 ที่ความเสียหายส่วนใหญ่จะจำกัดอยู่ในภาคการเงินและภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นสำคัญ

2) การปรับตัวของตลาดเงินโลกในลักษณะ Multiple financial nodes ท่ามกลางแนวโน้มการถ่ายโอนความมั่งคั่งและอำนาจในทางเศรษฐกิจและแนวโน้มการปรับตัวเข้าสู่ภาวะการเป็นโลกหลายศูนย์กลาง ภูมิทัศน์ทางตลาดเงินในระดับโลกมีแนวโน้มที่จะมีการปรับตัวในลักษณะ Multiple financial nodes ด้วยเช่นกัน โดยสหรัฐอเมริกาและสหภาพยุโรปจะยังคงเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคตะวันตก แต่อย่างไรก็ตามในระยะยาว ประเทศจีนและอินเดียจะมีบทบาทสำคัญมากขึ้นในการเป็นศูนย์กลางทางการเงินในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงนอกจากสิงคโปร์และฮ่องกง เช่นเดียวกับรัสเซียและกลุ่มประเทศในตะวันออกกลางที่คาดว่าจะมีบทบาทมากขึ้นโดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการขยายตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

¹ Systemic หมายถึง เหตุการณ์ที่สร้างผลกระทบให้กับระบบธนาคาร ระบบการเงิน หรือระบบเศรษฐกิจ มากกว่าที่จะเกิดขึ้นในสถาบันเพียงหนึ่งหรือสองสถาบัน "" (Bartholomew and Whalen 1995, 4);

Systemic risk หมายถึง "ความเป็นไปได้ที่จะเกิดความเสียหายขึ้นในห่วงโซ่ของสถาบันหรือตลาด ซึ่งเกิดขึ้นจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง นั่นคือ systemic risk คือความเสี่ยงของการเกิดปฏิกิริยาลูกโซ่ที่เกิดขึ้นจากการล้มของโดมิโน" (Kaufman 1995a, 47).

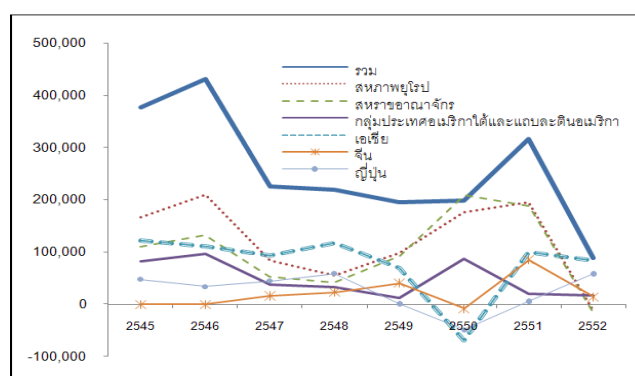
รพท. http://www.bot.or.th/Thai/PaymentSystems/Others/PS_Risk/Pages/SystemicRisk.aspx ;

Schwarz, Steven L. (2008) Systemic Risk, Georgetown Law Journal, 97. pp.193-249

แนวโน้มการก้าวเข้ามามีบทบาทมากขึ้นของประเทศเหล่านี้ส่งผลให้บทบาทของสหรัฐฯ ในฐานะศูนย์กลางทางการเงินโลกมีแนวโน้มที่จะลดลง นอกจากนั้นการก่อตั้งศูนย์กลางทางการเงินในแต่ละภูมิภาคจะเป็นปัจจัยสนับสนุนที่จะก่อให้เกิดความมั่นคงทางการเงินระหว่างประเทศ แต่ก่อให้เกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจและแนวคิดในลักษณะภูมิภาคนิยมมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามความร่วมมือระหว่างประเทศ หรือระหว่างภูมิภาคในการกำกับดูแลที่เป็นมาตรฐานสากลนั้นมีความสำคัญเพื่อป้องกันการเก็งกำไรจากความเหลื่อมล้ำของการกำกับดูแล (Regulatory Arbitrage)

3) บทบาทความสำคัญของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในฐานะทุนสำรองระหว่างประเทศมีแนวโน้มลดลง จากการที่เศรษฐกิจในประเทศสหรัฐอเมริกาประสบปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและขาดดุลงบประมาณมาเป็นระยะเวลายาวนาน ประกอบกับวิกฤติเศรษฐกิจในครั้งนี้ซึ่งรัฐบาลสหรัฐฯ ออกมาตรการให้ความช่วยเหลือแก่ภาคเอกชนและมาตรการการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้โลกเริ่มไม่มั่นใจในเสถียรภาพของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ กอปรกับการที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลง ทำให้มูลค่าทุนสำรองระหว่างประเทศของแต่ละประเทศถดถอยลงไปด้วย หลายประเทศทั่วโลกจึงมีความกังวลและลดสัดส่วนการถือครองเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในทุนสำรองระหว่างประเทศลง และได้เริ่มมีการเสนอแนวคิดให้เปลี่ยนทุนสำรองหลักของโลกจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นเงินสกุลอื่นๆ เช่น ยูโร หยวน หรือ SDRs โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศเจ้าหนี้ของสหรัฐฯ เช่น BRICs (บราซิล รัสเซีย อินเดีย และจีน) และประเทศในตะวันออกกลาง ในขณะที่ประเทศเจ้าหนี้อื่น ๆ มีความกังวลมากขึ้นจากการคาดการณ์ว่าประเทศสหรัฐฯ อาจจะแก้ปัญหาความไม่ยั่งยืนทางการคลังโดยอาศัยช่องทางการเพิ่มปริมาณเงินในระบบ และยังขาดแรงจูงใจที่จะยกเลิกการดำเนินมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินใหม่ ๆ (Unconventional quantitative easing) ซึ่งจะก่อให้เกิดแรงกดดันทางด้านการเงินเพื่อและการอ่อนค่าลงของเงินเหรียญสหรัฐฯ ประเทศเจ้าหนี้จึงมีแรงจูงใจที่จะกระจายความเสี่ยงโดยการถือตราสารสกุลเงินอื่นมากขึ้น และรวมถึงการเข้าไปลงทุนเพื่อเป็นเจ้าของแหล่งทรัพยากรสำคัญ เช่น การเข้าเป็นเจ้าของแหล่งทรัพยากรน้ำมันของประเทศจีน นอกจากนั้นกระแสแนวคิดด้านภูมิภาคนิยม (Regionalism) ผนวกกับความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วของประเทศในภูมิภาคเอเชีย (Century of Asia) และแนวโน้มการกระจายตัวของศูนย์กลางทางการเงินโลกคาดว่าจะเป็ปัจจัยที่ส่งผลให้บทบาทของเงินเหรียญสหรัฐฯ ในฐานะทุนสำรองเงินตราระหว่างประเทศค่อย ๆ ลดลง

แผนภาพที่ 12 มูลค่าการซื้อขายสุทธิพันธบัตรสหรัฐฯ ของประเทศต่างๆ (ล้านดอลลาร์ สรอ.)



ที่มา: Federal Reserve

4) การปรับปรุงระบบธรรมาภิบาลในภาคการเงินโดยการปฏิรูประบบการกำกับดูแล (Regulatory reforms) ให้มีความครอบคลุมและเข้มงวดมากขึ้นทั้งในระดับจุลภาคและมหภาค (Micro-and Macro-prudential reforms) โดยเป็นระบบการกำกับดูแลที่ครอบคลุมทั้งสถาบันการเงิน ผลิตภัณฑ์ทางการเงิน และการทำธุรกรรมทางการเงิน วิกฤติการเงินในภูมิภาคเอเชียในปี พ.ศ. 2540 และวิกฤติการเงินโลกในปี พ.ศ. 2551 ล้วนแล้วแต่มีสาเหตุมาจากระบบการกำกับดูแลที่ด้อยประสิทธิภาพและการบริหารจัดการที่ขาดความโปร่งใสและตรวจสอบได้ โดยในปี พ.ศ. 2540 ระบบธนาคารพาณิชย์ขยายตัวอย่างรวดเร็วแต่ไม่มีความมั่นคงเนื่องจากการบริหารความเสี่ยงขาดประสิทธิภาพรวมทั้งมีการขยายสินเชื่อและประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันอย่างหละหลวมและอาศัยความสัมพันธ์ส่วนตัว (Crony capitalism) ซึ่งภายหลังจากการเกิดวิกฤติการเงินหลายประเทศในเอเชียได้มีการปฏิรูประบบธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงิน โดยปรับปรุงระบบการกำกับดูแลการบริหารความเสี่ยง และมาตรฐานทางบัญชีให้มีความเข้มงวดและเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารความเสี่ยงมากขึ้น ทำให้ระบบสถาบันการเงินมีความแข็งแกร่งขึ้นจากการปรับปรุงการกำกับดูแลในระดับสถาบันหรือระดับจุลภาค (Micro-prudential) สำหรับวิกฤติการณ์ทางการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกาและยุโรปในช่วงปี 2551-2552 นั้น มีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากการลดกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแล (Financial deregulation) อย่างหละหลวมซึ่งรวมถึงการอนุญาตให้สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย และวณิชธนกิจสามารถทำธุรกิจไขว้ได้ (Cross business) และการลดกฎเกณฑ์ในการขยายสินเชื่อเพื่อกระตุ้นตลาดอสังหาริมทรัพย์ภายหลังช่วงภาวะเศรษฐกิจซบเซาของสหรัฐในปี 2544 ซึ่งเป็นแรงจูงใจและเปิดช่องโหว่ให้สถาบันการเงินบริหารความเสี่ยงอย่างหละหลวมและขาดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ในขณะที่มีความผิดพลาดในการดำเนินงานของสถาบันการเงินที่ไม่ใช้ธนาคาร ได้แก่ บริษัทวณิชธนกิจ และบริษัทประกันภัยขนาดใหญ่ที่ทำธุรกรรมที่มีความเสี่ยงสูง ดังนั้น ทั่วโลกจึงมีความเห็นไปในทิศทางเดียวกันที่จะต้องปฏิรูประบบการกำกับดูแลให้เข้มแข็งมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น และครอบคลุมระบบการเงินทั้งระบบ พร้อมกับการปรับปรุงระบบธรรมาภิบาลในสถาบันการเงิน เพื่อป้องกันการเกิดวิกฤติการณ์ที่รุนแรงและเป็นการเตรียมความพร้อมในการรับมือและลดผลกระทบจากวิกฤติหากเกิดขึ้นอีกในอนาคต

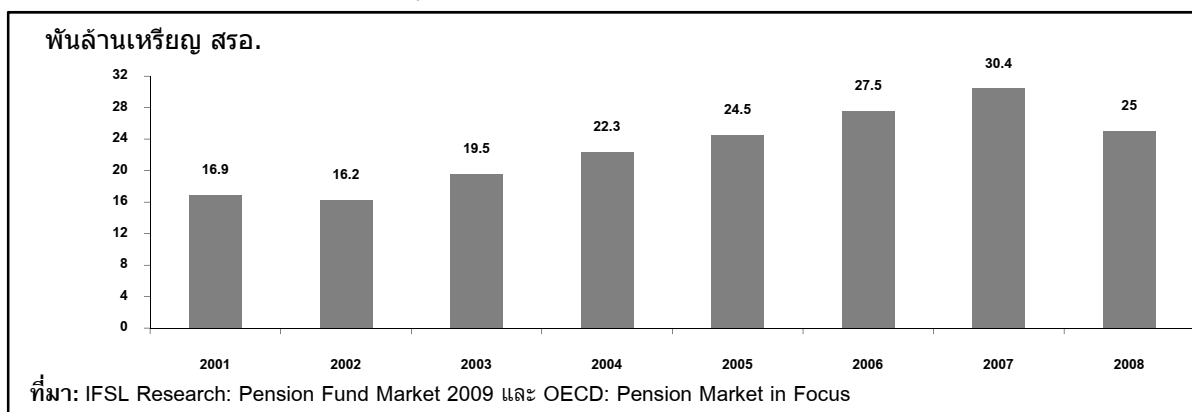
5) การแทรกแซงของภาครัฐในระบบการเงินมีมากขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจและการเงินโลก ทำให้บทบาทของภาครัฐในภาคการเงินมีเพิ่มขึ้นซึ่งอาจจะกลายเป็นความเสี่ยงที่จะทำให้ขาดแรงจูงใจที่จะปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานของสถาบันการเงินได้ ในภาวะวิกฤติปี 2551-2552 ภาคการเงินมีความเสียหายอย่างรุนแรงและส่งผลกระทบต่อการทำงานของภาคการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ เป็นอย่างมาก ในการแก้ปัญหาภาคการเงินและบรรเทาผลกระทบในภาคเศรษฐกิจจริงนั้น กระทรวงการคลังและธนาคารกลางในหลายประเทศได้เข้ามาให้ความช่วยเหลือภาคธุรกิจและภาคการเงินที่ประสบปัญหาด้วยวิธีการพิเศษอย่างที่ไม่เคยปฏิบัติมาก่อน เช่น การเข้าซื้อหนี้เสีย (Bailout) การปล่อยกู้โดยตรงและการรับประกันสินเชื่อให้ภาคเอกชน การอัดฉีดสภาพคล่องให้สถาบันการเงิน การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายนานาปริมาณ (Quantitative Easing) การเข้าถือหุ้นในสถาบันการเงิน (Nationalized) และการพัฒนาเครื่องมือการให้สินเชื่อรูปแบบใหม่ เป็นต้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ธุรกิจสามารถอยู่รอดได้และเป็นการป้องกันไม่ให้เกิดความเสียหายลุกลามต่อเนื่องเป็นวงกว้างมากขึ้นไปอีก อย่างไรก็ตามมาตรการดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินของรัฐบาลและธนาคารกลางอย่างมีนัยสำคัญ และอาจจะส่งผลให้เกิดปัญหาจริยธรรม (Moral Hazard) ในภาคธุรกิจเอกชนได้ อีกทั้งยังก่อให้เกิดการแข่งขันที่ไม่เท่าเทียมระหว่างกันกิจการที่ถือหุ้นโดยเอกชนทั้งหมดกับกิจการที่รัฐถือหุ้น ซึ่งอาจสร้างความอ่อนแอให้กับองค์กรที่มีการแทรกแซงโดยรัฐ หรืออาจจะเป็นการจูงใจให้สถาบันการเงินที่มีภาครัฐถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงนั้นขาดประสิทธิภาพในการ

ดำเนินงาน ในระยะปานกลางและยาวนั้นมีความจำเป็นที่รัฐบาลจะต้องพิจารณาหาแนวทางในการขายหุ้นคืนให้กับภาคธุรกิจเอกชนอย่างเหมาะสม (Exit strategies)

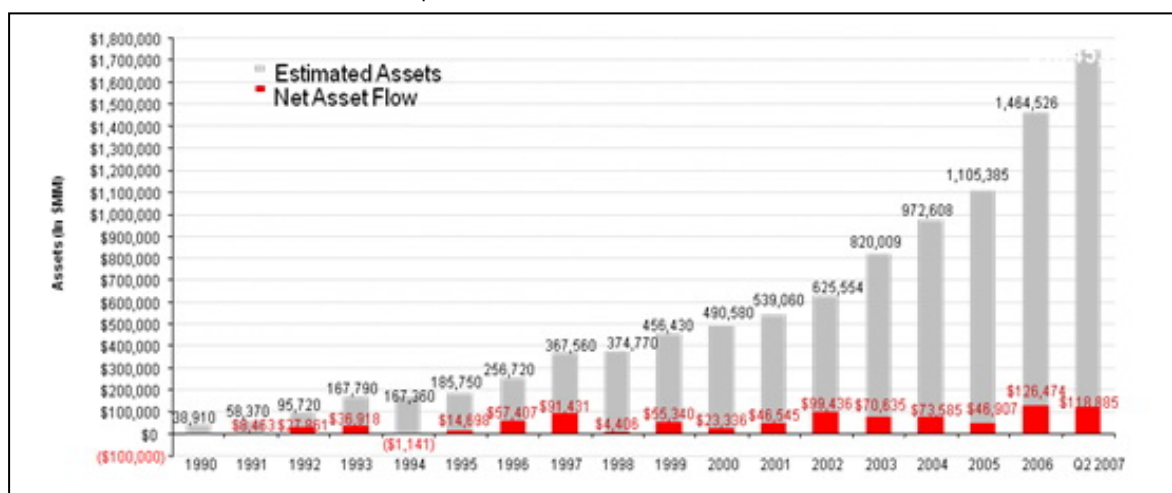
นอกจากนั้นวิกฤตที่เกิดขึ้นทำให้รัฐบาลในหลายประเทศหันไปมุ่งเน้นการใช้กลไกสถาบันการเงินเฉพาะกิจของรัฐในการดำเนินมาตรการสนับสนุนสินเชื่อแก่ภาคธุรกิจเอกชนโดยเฉพาะอย่างยิ่งวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม การใช้มาตรการกึ่งการคลังก็จะกลายเป็นอุปสรรคต่อการเพิ่มประสิทธิภาพในระบบการผลิตได้หากไม่เร่งดำเนินมาตรการด้านการผลิต (Supply side policy) ควบคู่ไปด้วยอย่างเหมาะสม

6) การเติบโตอย่างรวดเร็วของกองทุนระหว่างประเทศขนาดใหญ่ซึ่งคาดว่าจะยังดำเนินต่อไปโดยอาศัยฐานของความลึกและความหลากหลายของภาคการเงินของโลก ทั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund) กองทุนบำเหน็จบำนาญ และกองทุนบริหารความเสี่ยง (Hedge Fund) โดยเฉพาะในประเทศผู้ส่งออกน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศจำนวนมาก ซึ่งการตัดสินใจลงทุน และการโยกย้ายเงินทุนที่มีขนาดใหญ่ในภาวะการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เป็นไปอย่างเสรี ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของระดับราคาสินทรัพย์ในตลาด และความผันผวนของตลาดการเงินและอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้กองทุนฯ ยังกลายเป็นตัวกลางในการส่งผ่านความเสี่ยงและความเสียหายออกมาสู่ภาคส่วนอื่นๆ ได้

แผนภาพที่ 13 การขยายตัวของกองทุนบำเหน็จบำนาญทั่วโลก



แผนภาพที่ 14 การขยายตัวของกองทุน Hedge Funds



ที่มา: IFSL Research: Pension Fund Market 2009 และ OECD: Pension Market in Focus

7) การปรับเปลี่ยนบทบาทขององค์กรระหว่างประเทศและความร่วมมือระหว่างประเทศ จากวิกฤตการเงินในปี 2540 และ 2551 แสดงให้เห็นถึงความล้มเหลวขององค์กรระหว่างประเทศในการเป็นผู้วิเคราะห์ความเสี่ยงและผู้เตือนภัยทางเศรษฐกิจของโลก โดยในปี 2540 หลายประเทศได้ขอรับความช่วยเหลือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund : IMF) ซึ่งในครั้งนั้น IMF ได้กำหนดสูตรสำเร็จในการแก้ปัญหาและได้เข้าแทรกแซงการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคโดยมุ่งเน้นในการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังที่เข้มงวดเพื่อแก้ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นยังทำให้ภาคเอกชนประสบปัญหาทางตลาดและการขาดความสามารถในการชำระหนี้ที่รุนแรงขึ้น นอกจากนี้การกำหนดให้ฐานการคลังสมดุลหรือเกินดุลนั้นยังทำให้การฟื้นฟูเศรษฐกิจและการขัดแย้งต่อความเป็น automatic stabilizer ของภาคการคลัง ดังนั้นจึงทำให้โครงการความช่วยเหลือของ IMF ไม่ประสบผลสำเร็จเท่าที่ควร ส่งผลต่อความเชื่อถือของ IMF ต่อมาในการเกิดวิกฤตปีพ.ศ. 2551 ถึงแม้ว่ามีหน่วยงานระหว่างประเทศหลายองค์กรที่มีวัตถุประสงค์ในการรักษาเสถียรภาพระบบเศรษฐกิจและการเงินโลก อาทิ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund : IMF) the Bank for International Settlement (BIS), the Organization for economic Cooperation and Development (OECD), the World Bank เป็นต้น ได้ออกคำเตือนในรายงานต่างๆ ออกมาเป็นระยะ เกี่ยวกับความเสี่ยงที่ก่อตัวขึ้นในระบบเศรษฐกิจและการเงิน แต่เนื่องจากการประเมินความเสี่ยงต่ำเกินไป และไม่ได้มีการคำนึงถึงความเชื่อมโยงของระบบการเงินที่จะทำให้ความเสี่ยงขยายขนาดความรุนแรงเพิ่มมากขึ้น (Systemic Risk) คำเตือนจึงไม่มีน้ำหนักเพียงพอและไม่ได้รับความสนใจเท่าที่ควร ดังนั้น ประชาคมโลกจึงได้มีการเรียกร้องให้องค์กรระหว่างประเทศเหล่านี้ปรับปรุงบทบาทของการสร้างความร่วมมือกับธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแลในประเทศต่างๆ ให้ใกล้ชิดกันมากขึ้น เพื่อพัฒนาขีดความสามารถในการวิเคราะห์ความเสี่ยงและความสามารถในการเตือนภัยให้กับระบบเศรษฐกิจและการเงินโลก ตลอดจนสามารถเสนอมาตรการและกรอบนโยบายในการรับมือกับปัญหาที่จะเกิดขึ้นได้อย่างทันท่วงที

แนวโน้มการปรับตัวของภาคการเงิน

การที่วิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้นในภาคการเงินของสหรัฐฯ ได้แพร่กระจายไปสู่ภาคเศรษฐกิจการเงินทั่วโลกอย่างรวดเร็ว ทั้งการขาดสภาพคล่องทางการเงินในระบบ ปัญหานี้เสียจากภาคอสังหาริมทรัพย์ การขาดเงินทุนในการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชน ความมั่งคั่งของผู้บริโภคที่ลดลง ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัว เกิดการหดตัวทางเศรษฐกิจในทุกภูมิภาคทั่วโลก ทำให้รัฐบาลในหลายประเทศต้องใช้มาตรการเร่งด่วนระยะสั้นเพื่อแก้ปัญหาเฉพาะหน้าในการบรรเทาความรุนแรงและหยุดยั้งไม่ให้อาการลุกลามออกไป โดยการออกมาตรการทางการเงินและการคลังทั้งที่เป็นมาตรการปกติ และมาตรการพิเศษ เพื่อเร่งเสริมสภาพคล่องเข้าสู่ระบบการเงิน ภาคธนาคาร ภาคธุรกิจเอกชน และภาคประชาชน ซึ่งมีเป้าหมายหลักเพื่อให้ภาคการเงินยังคงทำหน้าที่ในการให้สนับสนุนทางการเงินแก่ภาคธุรกิจต่อไปได้ อย่างไรก็ตาม เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาระยะยาว จำเป็นจะต้องหาแนวทางป้องกันปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งแนวทางที่สามารถจะแก้ไขปัญหาในระยะยาวได้ คือ การปฏิรูประบบการเงิน (Financial Reform) และสนับสนุนให้เกิดการปรับตัวของภาคการเงินเพื่อให้สอดคล้องกับการปฏิรูประบบการเงินโลก ในประการสำคัญมีดังนี้

1. ด้านนโยบายเศรษฐกิจมหภาค

1.1 ในบทบาทของธนาคารกลางนั้นจะต้องพิจารณาให้ความสำคัญการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน(Financial Stability) ควบคู่ไปกับการรักษาเสถียรภาพของระดับราคา ภายใต้ภาวะที่

เสถียรภาพของระบบการเงินโลกมีความเสี่ยงและความผันผวนมากขึ้น ทำให้หลายประเทศตระหนักว่า กรอบแนวคิดในการรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจโดยมุ่งเน้นการรักษาเสถียรภาพของระดับราคา (Pricing Stability) นั้นไม่สามารถป้องกันการเกิดวิกฤตการเงินได้ ดังนั้น จึงมีความจำเป็นที่จะต้องทบทวนกรอบแนวคิดในการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน (Macro-financial Stability Framework) เพื่อแก้ปัญหาที่ต้นเหตุ นั่นคือการลดความไม่สมดุล (Imbalance) ในภาคการเงิน

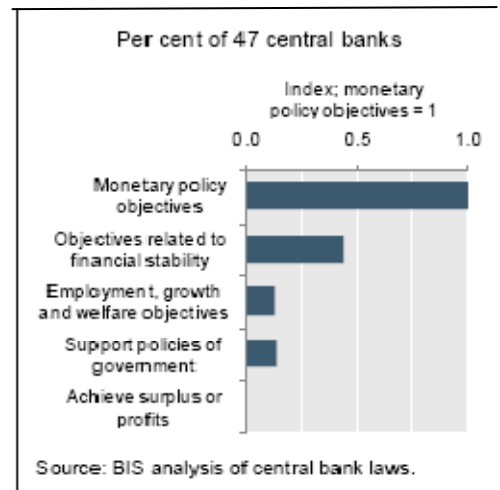
ในปัจจุบันธนาคารกลางของประเทศส่วนใหญ่

แผนภาพที่ 15 นำหนักการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางทั่วโลก

กำหนดเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินไว้ที่การรักษาเสถียรภาพของระดับราคา (Price/Monetary Stability) ซึ่งวัดจากการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาผู้บริโภค หรืออัตราเงินเฟ้อ แสดงให้เห็นชัดเจนว่า ในกฎหมายของธนาคารกลาง 47 แห่งทั่วโลก ได้กำหนดให้การรักษาเสถียรภาพของระดับราคาเป็นเป้าหมายหลักของการดำเนินงานของธนาคารกลาง และมีธนาคารกลางจำนวนไม่ถึงครึ่งหนึ่งให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน (Financial Stability) ควบคู่ไปด้วย แต่จากสถานการณ์ที่เกิดขึ้นแสดงให้เห็นว่าถึงแม้ระดับราคาจะมีเสถียรภาพ แต่วิกฤตเศรษฐกิจยังสามารถเกิดขึ้นได้ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องเป็นระยะเวลา

นานเป็นปัจจัยสนับสนุนให้เกิดภาวะความไม่สมดุล กล่าวคือ ธนาคารกลางจะดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ซึ่งอาจก่อให้เกิดการใช้จ่ายและการลงทุนที่เกินตัว เป็นเหตุให้ราคาสินทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นและทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันในการกู้เงินมีมูลค่าสูงขึ้น ส่งผลให้ภาคธุรกิจสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น ซึ่งในที่สุดจะก่อให้เกิดภาวะฟองสบู่ในระบบเศรษฐกิจ¹ และนั่นเป็นสาเหตุหลักของการวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้

ดังนั้น หลังจากเกิดวิกฤต ทั่วโลกจึงได้กลับมาพิจารณาความเป็นไปได้และความเหมาะสมในการขยายกรอบการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้ครอบคลุมถึงการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน ดังเช่นในบางประเทศที่ได้ดำเนินการแล้ว เช่น ธนาคารกลางในประเทศแคนาดา อังกฤษ ญี่ปุ่น นิวซีแลนด์ กลุ่มประเทศยูโร ออสเตรเลีย และอินเดีย ได้กำหนดไว้อย่างชัดเจนให้การรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน เป็นเป้าหมายของการดำเนินนโยบายการเงิน อย่างไรก็ตาม มีผู้ให้ความหมายของคำว่า “เสถียรภาพของระบบการเงิน” แตกต่างกันไป เช่น Central Bank Governance Group ซึ่งเป็นคณะทำงานภายใต้ BIS เห็นว่า “เสถียรภาพของระบบการเงิน” ควรจะครอบคลุมถึงการรักษาเสถียรภาพของระบบการชำระเงิน ระบบการหักบัญชี อัตราแลกเปลี่ยน ฐานะทุนสำรองระหว่างประเทศ และรวมถึงการเฝ้าระวังการก่อตัวของ Systemic Risk² ส่วน Ferguson (2002) มอง “เสถียรภาพของระบบการเงิน” ในมิติของการเปลี่ยนแปลงของราคาสินทรัพย์ การ



ที่มา: BIS (2009) Issues in the Governance of Central Banks

¹ Claudio Borio and Philip Lowe “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus” BIS Working Papers, July 2002

² BIS (2009) Issues in the Governance of Central Banks p.6

บิดเบือนของการให้สินเชื่อ และอุปสงค์ของตลาด¹ ซึ่งสอดคล้องกับ Bernanke (2009) ที่ได้เสนอแนวทางในการวิเคราะห์เสถียรภาพของระบบการเงินไว้หลายประการ เช่น ใ้การระดมทุนขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยการก่อหนี้ (High Leverage) ติดตามการสะสมของสินเชื่อหรือผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความเสี่ยงสูงในระบบการเงิน ทบทวนเครื่องมือ/วิธีการบริหารความเสี่ยงให้ทันต่อความเสี่ยงใหม่ๆ ที่พัฒนาขึ้นในระบบการเงิน สังเกตความเชื่อมโยงหรือความสัมพันธ์ในการทำธุรกรรมทางการเงินที่ซับซ้อน เพื่อวิเคราะห์ความเป็นไปได้ในการส่งผ่านความเสี่ยงไปสู่สถาบันการเงินอื่นหรือระบบการเงิน ตรวจสอบช่องว่างของการกำกับดูแลและช่องว่างของมาตรการคุ้มครองผู้ลงทุนและผู้บริโภค เป็นต้น โดยสรุปแล้ว เสถียรภาพในระบบการเงินจะครอบคลุมถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในสถาบันการเงินและโครงสร้างพื้นฐานทางการเงิน (Financial Infrastructure) อย่างไรก็ตาม จากคำจำกัดความที่กว้างและไม่ชัดเจนนี้ ในการตัดสินใจเพื่อรักษาเสถียรภาพของระบบจึงจำเป็นต้องอาศัยประสบการณ์ ความสามารถ และวิจารณญาณ รวมทั้งจริยธรรมทางอาชีพของผู้ดำเนินนโยบายเป็นสำคัญ

1.2 ลดภาวะ Pro-cyclical ในการดำเนินนโยบาย

1.2.1 Pro-cyclical ในภาคธนาคาร โดยปกติแล้วกิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการเงินการธนาคารมีการเติบโตและถดถอยตามวัฏจักรธุรกิจมากกว่าธุรกิจประเภทอื่น และยังเป็นตัวเร่ง (amplifier) ให้วัฏจักรธุรกิจนั้นเคลื่อนไหวรุนแรงขึ้น คือ มีความเป็น Pro-cyclical สูง กล่าวคือ ในภาวะที่เศรษฐกิจขยายตัวดี อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ การบริโภคและการลงทุนอยู่ในระดับสูง ความเสี่ยงในระบบการเงินถูกประเมินไว้ต่ำกว่าปกติ สถาบันการเงินเร่งขยายสินเชื่อ ซึ่งจะย้อนกลับไปกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวสูงขึ้นไปอีก แต่ในทางตรงข้ามเมื่อภาวะเศรษฐกิจเริ่มแสดงสัญญาณของการชะลอตัว สถาบันการเงินประเมินความเสี่ยงสูงกว่าปกติ และป้องกันความเสี่ยงของตนอย่างรวดเร็วโดยการเพิ่มความเข้มงวดในการให้สินเชื่อ ทำให้ตลาดสินเชื่อตึงตัว (Credit Crunch) ซึ่งเป็นการเร่งให้เศรษฐกิจชะลอตัวหรืออาจเข้าสู่ภาวะถดถอยได้อย่างรวดเร็วขึ้น ดังนั้นในการกำหนดเกณฑ์ทางการเงินในการกำกับดูแลจะต้องพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงของเกณฑ์ดังกล่าวในแต่ละช่วงของวัฏจักรประกอบไปด้วยเพื่อป้องกันไม่เกิดการซ้ำเติมสถานการณ์ นั่นคือการออกกฎและระเบียบต่าง ๆ ต้องคำนึงผลการบังคับใช้ทั้งในช่วงขาขึ้นและขาลงของเศรษฐกิจด้วย

1.2.2 Pro-cyclical ในภาครัฐบาล นโยบายของภาครัฐที่ไม่สมดุลระหว่างเศรษฐกิจขาขึ้นและขาลง มีส่วนช่วยเร่งให้เกิดภาวะ Pro-cyclical กล่าวคือ เมื่อเกิดความเสียหายขึ้นต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม ภาครัฐมีการออกมาตรการเพื่อช่วยเหลือภาคธุรกิจและประชาชน เช่น การเข้าไปรับซื้อหนี้เสีย การผ่อนผันการชำระหนี้ หรือการค้ำประกันเงินฝากเต็มจำนวน ซึ่งการผลักระยะของต้นทุนการป้องกันความเสี่ยงของสถาบันการเงินไปสู่ต้นทุนของภาครัฐในการแก้ไขปัญหาความเสียหายของระบบการเงินทั้งระบบ ทั้งที่ต้นทุนในการป้องกันความเสี่ยงในระยะเริ่มแรกจะมีมูลค่าต่ำกว่าความเสียหายที่เกิดขึ้นต่อระบบ ซึ่งความไม่สมดุลของการดำเนินนโยบายเช่นนี้ ส่งผลให้ตลาดมีแรงจูงใจที่จะรับความเสี่ยงมากขึ้น

พฤติกรรมดังกล่าวของธนาคารและภาครัฐยิ่งเป็นตัวเร่งให้ Pro-cyclical ในภาคการเงินรุนแรงขึ้น กล่าวคือ ในภาวะที่เศรษฐกิจขยายตัวทั้งธนาคารและภาครัฐมีมาตรการส่งเสริมให้มีการขยายตัวมากขึ้น แต่ในภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัวมาตรการของธนาคารและภาครัฐกลับเร่งให้เกิดภาวะชะลอตัวเร็วขึ้นเช่นกัน

¹ Ferguson. Should Financial Stability be an Explicit Central Bank Objective?; Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., (2002)

ดังนั้น เพื่อเป็นการแก้ปัญหาดังกล่าว มาตรการของทางการในช่วงเศรษฐกิจขาลงและขาขึ้นจะต้องมีความสมดุลกัน ธนาคารกลางควรดำเนินมาตรการเพื่อต้านภาวะการปรับตัวตามวัฏจักรธุรกิจ (Counter-cyclicality) ทั้งในด้านการดำเนินนโยบายการเงินและการปรับกฎระเบียบข้อบังคับของธนาคารพาณิชย์ เช่น หากเห็นว่าการขยายตัวของสินเชื่ออย่างรวดเร็วเกินไป ธนาคารกลางอาจจะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายหรือเพิ่มระดับเงินสำรอง เพิ่มระดับความเสี่ยงของสินทรัพย์ กำหนดระดับหลักประกันในการกู้เงินเพิ่มขึ้น ซึ่งในอดีตที่ผ่านมา ธนาคารกลางของอังกฤษและออสเตรเลียเคยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในภาวะที่ราคาที่อยู่อาศัยในประเทศเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์จะไม่สอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย และในทางตรงข้าม ในปี 2548 ธนาคารกลางของประเทศสวีเดน ไม่ได้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามที่ตลาดคาดการณ์เนื่องจากเห็นว่าได้กำหนดอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายไว้ต่ำเกินไป¹

1.3 กำหนดแนวนโยบายในการแก้ไขปัญหา Too big to fail การที่รัฐบาลในหลายประเทศได้เข้าไปให้ความช่วยเหลือ (Bailout) แก่กลุ่มธุรกิจเอกชนขนาดใหญ่ที่ถือว่ามีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ เช่น พาณิชย์ (Investment Bank) หรือ Holding Company ที่ประสบปัญหา จะส่งผลต่อภาระงบประมาณของรัฐบาล นอกจากนี้เป็นการผลกระทบให้กับผู้เสียภาษี เป็นการสร้างปัญหาวินัยในการบริหาร (Market Discipline) สนับสนุนให้เอกชนดำเนินธุรกิจด้วยความเสี่ยงมากขึ้น และส่งผลต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน ดังนั้น เพื่อลดต้นทุนในการแก้ไขหนี้เสียของภาครัฐ และลดปัญหาจริยธรรมในการดำเนินงาน (Moral Hazard) ของภาคเอกชน ทุกประเทศจำเป็นต้องหาแนวทางแก้ไข โดยขยายการกำกับดูแลให้ครอบคลุมองค์กรเหล่านี้ (Consolidated Supervision) หรือเพิ่มระดับความเข้มงวดในการกำกับดูแล เข้าไปติดตามตรวจสอบระบบบริหารความเสี่ยงให้ได้มาตรฐาน ตลอดจนกำหนดมาตรการและกลไกในการแก้ไขและฟื้นฟู (Orderly Resolution) ผ่านมาตรการให้ความช่วยเหลือ เช่น การพักชำระหนี้ชั่วคราว การปรับโครงสร้างหนี้ การจัดลำดับชั้นหนี้ การตัดหนี้สูญ ซึ่งควรเป็นมาตรการระยะสั้นเพื่อประคองให้ธุรกิจสามารถอยู่รอดต่อไปในภาวะที่ประสบความยากลำบาก และรัฐควรถอนตัวออกมาหลังจากธุรกิจเข้มแข็งขึ้น แต่สำหรับองค์กรที่ประสบปัญหารุนแรงถึงขั้นปิดกิจการ ซึ่งถึงแม้ว่าส่วนใหญ่จะมีระเบียบปฏิบัติตามกฎหมายล้มละลายแล้ว แต่ความเสียหายในสถาบันการเงินที่ไม่ได้รับการคุ้มครองจากสถาบันประกันเงินฝาก อาจก่อให้เกิดความตื่นตระหนกต่อประชาชนได้มาก ดังนั้น อาจต้องมีมาตรการพิเศษเพื่อรองรับการปิดกิจการสำหรับธุรกิจเหล่านี้เพื่อป้องกันความเสียหายที่จะขยายวงกว้างไปสู่ทั้งระบบ

1.4 หาช่วงเวลาที่เหมาะสมเพื่อยกถอนมาตรการความช่วยเหลือ (Exit Strategy) จากการที่ภาครัฐและธนาคารกลางได้ดำเนินมาตรการระยะสั้น ทั้งการอัดฉีดเงินเข้าระบบเศรษฐกิจ การที่ธนาคารกลางรับซื้อพันธบัตรรัฐบาลและตราสารภาคเอกชน ตลอดจนการที่รัฐเข้าไปถือหุ้นในสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นมาตรการระยะสั้นที่ต้องรีบดำเนินการเพื่อหยุดยั้งการลุกลามของปัญหา แต่มาตรการดังกล่าวก่อให้เกิดความเสี่ยงฐานะการคลังภาครัฐ เกิดอุปสงค์เทียมในตลาด และสร้าง Moral Hazard ในภาคเอกชน ซึ่งในระยะต่อไปภาครัฐควรเร่งสร้างความเข้มแข็งให้ภาคการเงินและเอกชนโดยเร็ว และหาช่วงเวลาที่เหมาะสมในการถอนมาตรการดังกล่าวออกอย่างค่อยเป็นค่อยไปเพื่อมิให้ระบบเกิดความผันผวน

2. ด้านการกำกับดูแล

¹ Pro-cyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework?, William R White, BIS Working Papers, 2006 p.14

สาเหตุหลักของปัญหาวิกฤติในครั้งนี้ คือ ระบบกำกับดูแลที่ด้อยประสิทธิภาพ ดังนั้น การแก้ปัญหาจึงต้องมุ่งเน้นที่การปฏิรูประบบกำกับดูแลใหม่ โดยจะต้องสร้างความเข้มแข็งให้ระบบกำกับดูแลทั้งในระดับสถาบันการเงินและในระดับตลาดการเงิน ให้สามารถรองรับการพัฒนาในตลาดการเงินที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้ โดยจะต้องครอบคลุมความเสี่ยงทุกประเภทในระบบการเงิน ลดช่องโหว่ ความซ้ำซ้อน ความไม่เท่าเทียม ในขณะเดียวกันต้องเพิ่มความโปร่งใส และสร้างความร่วมมือระหว่างหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งระหว่างประเทศ ทั้งนี้ทิศทางการปรับตัวด้านการกำกับดูแล มีดังนี้

2.1 การกำกับดูแลตลาดการเงิน

2.1.1 พัฒนาระบบกำกับดูแลระดับมหภาค (Macro-prudential Oversight) วิกฤติที่เกิดขึ้นแสดงให้เห็นว่าระบบตรวจสอบและการกำกับดูแลในปัจจุบันมีการแยกส่วน ไม่มีความเป็นอันหนึ่งอันเดียวกัน ขาดการประสานข้อมูลระหว่างหน่วยงานกำกับด้วยตนเอง ขาดความเข้าใจถึงความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการทำธุรกรรมไขว้ระหว่างสถาบันการเงิน และการส่งผ่านความเสี่ยงจากสถาบันการเงินหนึ่งออกมาสู่สถาบันการเงินอื่น หรือระบบการเงินทั้งระบบ (Systemic Risk) ถึงแม้ว่าโครงสร้างการกำกับดูแลจะไม่มีรูปแบบเฉพาะตายตัว (No one-size-fits-all) ว่าควรจะเป็นองค์กรที่จัดตั้งขึ้นพิเศษเพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลสถาบันการเงินทั้งหมด (Single Regulator) เช่น Financial Service Authorities ในประเทศอังกฤษ และ Australian Prudential Regulation Authority ในประเทศออสเตรเลีย หรือเป็นหน่วยงานกำกับดูแลหลายแห่งแยกตามประเภทสถาบันการเงิน (Multiple Regulator) เช่น ในประเทศสหรัฐอเมริกา รวมถึงไทย เป็นต้น แต่เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่าจำเป็นต้องมีการวิเคราะห์ความเสี่ยงของระบบการเงินในระดับมหภาค (Macro-prudential Oversight) และความเสี่ยงต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน (Financial Stability) ซึ่งในอดีตโดยเฉพาะหลังการเกิดวิกฤติปี 2540 เป็นต้นมา การกำกับดูแลจะมุ่งเน้นไปที่การป้องกันความเสี่ยงของสถาบันการเงินแต่ละราย (Micro-prudential) แต่เนื่องจากการพัฒนานวัตกรรมทางการเงิน และผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ และการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ทำธุรกรรมได้มากขึ้น เป็นโอกาสให้สถาบันการเงินบางแห่งมีพฤติกรรมหลบเลี่ยงการกำกับดูแล โดยการประกอบธุรกิจการเงินที่มีความเสี่ยงสูงหรือธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจทางการเงินผ่านบริษัทในเครือ ซึ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อตัวสถาบันการเงินเองและความเสี่ยงต่อระบบการเงินในที่สุด

2.1.2 การปรับปรุงกฎระเบียบเพื่อลดการเกิดความผันผวนของภาคการเงิน (Pro-cyclicality) จากที่ได้กล่าวข้างต้นแล้วว่าภาคการเงินเป็นภาคที่มีพฤติกรรมเปลี่ยนแปลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจ และยิ่งกระตุ้นให้วัฏจักรเศรษฐกิจผันผวนแรงขึ้น (Pro-cyclicality) แต่ภาวะ Pro-cyclicality ยังสามารถถูกเร่งให้มีความรุนแรงขึ้นได้อีก จากกฎระเบียบ มาตรฐานการบันทึกรายบัญชี และการประเมินความเสี่ยง เช่น หลักเกณฑ์การกันเงินสำรอง (Basel II¹) และเกณฑ์การบันทึกรายบัญชีและจัดชั้นหนี้ (IAS 39²) อีกด้วย เนื่องจาก Basel II ทำ

¹ **Basel II** คือ หลักเกณฑ์การกำกับดูแลเงินกองทุนของสถาบันการเงิน เพื่อให้สถาบันการเงินดำรงเงินกองทุนให้เหมาะสมกับความเสี่ยงตลอดจนให้มีระเบียบปฏิบัติ ระบบควบคุมภายในและการเปิดเผยข้อมูลที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส และได้มาตรฐาน สอดคล้องกับภาวะตลาดการเงินที่มีความเสี่ยงและซับซ้อนขึ้น เพื่อสร้างเสถียรภาพให้ระบบสถาบันการเงินทั่วโลก

² **International Accounting Standard No.39 : IAS 39** คือ มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ที่เกี่ยวข้องกับการบันทึกรายบัญชีและการวัดมูลค่าตราสารการเงินประเภทต่างๆ รวมทั้ง ตราสารอนุพันธ์ และเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง ทำให้งบการเงินของกิจการต่างๆ สะท้อนฐานะการเงินที่แท้จริง มีความถูกต้อง โปร่งใส และเป็นมาตรฐานเดียวกัน อันจะนำไปสู่การเสริมสร้างระบบการเปิดเผยข้อมูลและกลไกตลาดที่มีประสิทธิภาพเพื่อรองรับระบบสถาบันคุ้มครองเงินฝาก และเพิ่มพูนความเข้มแข็งให้กับระบบสถาบันการเงินไทย

ให้สถาบันการเงินหลีกเลี่ยงการถือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากต้องตั้งสำรองสูง จึงมีแนวโน้มที่จะ 1) โอนความเสี่ยงไปยังสถาบันการเงินในเครือที่อยู่นอกเหนือการกำกับดูแล 2) ขยายลูกหนี้ออกไปให้กับนักลงทุนทั่วไปในตลาดโดยการทำธุรกรรม securitization ซึ่งเปรียบเสมือนการส่งผ่านความเสี่ยงออกไปสู่ระบบ หรือ 3) ชะลอการปล่อยสินเชื่อในภาวะที่มีความเสี่ยงสูง สำหรับหลักเกณฑ์ IAS39 ที่กำหนดให้สถาบันการเงินบันทึกบัญชีด้วยมูลค่ายุติธรรม (Fair Value) หรือ Mark-to-Market/Mark-to-model ทำให้ราคาสินทรัพย์มีความผันผวนมากขึ้น

ดังนั้น จึงควรมีมาตรการเพื่อต้านกระแสการเปลี่ยนแปลงตามวัฏจักร (Counter-cyclicality) เพื่อเป็นการลดความรุนแรงของปัญหาที่เกิดจากความผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยพิจารณาความเป็นไปได้ในการดำเนินนโยบายหรือปรับเกณฑ์การกันสำรองให้เป็นทิศทางตรงข้ามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Counter-Cyclicality) เช่น กำหนดให้สถาบันการเงินดำรงเงินสำรองในระดับสูงในช่วงเศรษฐกิจขยายตัว หรือหากสถาบันการเงินนั้นขยายตัวสูงเกินกว่าการขยายตัวตามปกติของการดำเนินธุรกิจ เพื่อที่ว่าในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัวหรือในยามที่ธนาคารเกิดความเสียหายขึ้น ธนาคารจะมีเงินสำรองเพียงพอ โดยไม่กระทบต่อการปล่อยสินเชื่อ เพื่อป้องกันการส่งผ่านความเสี่ยงจากสถาบันการเงินมาสู่ภาคธุรกิจ และก่อให้เกิดภาวะ credit crunch ที่จะซ้ำเติมปัญหาเศรษฐกิจให้ทรุดหนักลงไปอีกนอกจากนี้อาจกำหนดให้สถาบันการเงินเพิ่มทุน หากสินเชื่อขยายตัวสูงกว่าระดับที่ควรจะเป็น ซึ่งในการนี้จำเป็นจะต้องได้รับความร่วมมือจากหน่วยงานกำกับดูแลสถาบันการเงิน และตัวแทนจากภาคการผลิตเพื่อหาระดับการเติบโตในแต่ละอุตสาหกรรมให้เหมาะสมต่อการสนับสนุนการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม

2.2 การกำกับดูแลสถาบันการเงิน

2.2.1 ขยายขอบเขตการกำกับดูแลให้ครอบคลุมถึงสถาบันการเงินที่พิจารณาว่ามีความสำคัญต่อระบบ (Systemically Significant Institution) ความเชื่อมโยงระหว่างตลาดการเงินต่างๆ ทั้งในประเทศและทั่วโลก ทำให้ขอบเขตธุรกรรมขยายกว้างขึ้นและซับซ้อนขึ้นตามกระแสนวัตกรรมทางการเงิน ระบบการกำกับดูแลในปัจจุบันมีข้อจำกัดที่ไม่สามารถกำกับดูแลความเสี่ยงต่อระบบการเงินโดยรวม เนื่องจากมีการโอนสินทรัพย์ทางการเงินคุณภาพต่ำออกจากสถาบันการเงินที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลไปอยู่ที่สถาบันการเงินที่ไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแล ซึ่งสามารถทำธุรกรรมที่เป็น High Leverage หรือธุรกรรมที่มีความเสี่ยงสูง ส่งผลต่อความมั่นคงของเสถียรภาพของระบบโดยรวม ดังนั้น จึงมีข้อเสนอให้มีการขยายขอบเขตการกำกับดูแลให้ครอบคลุมถึงสถาบันการเงินที่ไม่ใช่สถาบันรับฝากเงินแต่พิจารณาว่ามีความสำคัญต่อระบบการเงิน เช่น บริษัทพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย Mortgage brokers, Hedge Fund, Structured Investment Vehicles ต่างๆ เพื่อให้สถาบันการเงินเหล่านั้นต้องปฏิบัติตามเกณฑ์ที่ตั้งไว้ มีการรายงานข้อมูลอย่างเปิดเผย มีการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม เพื่อป้องกันมิให้ความเสียหายขององค์กรส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน

ซึ่งแต่ละประเทศจะมีเกณฑ์การพิจารณาแตกต่างกันไป ทั้งนี้ Group of 30¹ ได้เสนอลักษณะที่สำคัญ 4 ประการ ของสถาบันการเงินที่มีความสำคัญต่อระบบการเงิน ได้แก่ สถาบันการเงินที่มีขนาดใหญ่ มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูง มีโอกาสที่จะส่งผ่านความเสี่ยงที่เกิดขึ้นภายในสถาบันออกมาสู่ระบบการเงินได้เร็ว และเป็นสถาบันการเงินที่ทำหน้าที่ให้บริการพื้นฐานทางการเงินแก่ผู้ร่วมตลาดอื่นๆ อาทิ สถาบันการเงินที่ทำหน้าที่เป็น Clearing house, ผู้รับชำระเงิน หรือผู้รับฝากหลักทรัพย์ ส่วน Asian Development Bank เสนอให้

¹ Group of thirty, Financial Reform, A Framework for Financial Stability.(p.19 2009)

พิจารณาจาก 2 เงื่อนไข คือ ขนาดของสถาบันการเงิน และความมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของสังคม เนื่องจากการตัดสินใจของสถาบันการเงินเหล่านั้นสามารถทำให้สังคมมีพฤติกรรมที่คล้ายตาม (Herding Behavior) แต่อย่างไรก็ตามเป็นการยากที่จะตัดสินใจว่าสถาบันการเงินใดมีความสำคัญต่อระบบการเงินมากน้อยเพียงใดจนกว่าจะเกิดความเสียหายต่อระบบแล้ว

2.2.2 ปรับปรุงกฎหมายเพื่อให้สอดคล้องกับขอบเขตที่กว้างขึ้น หน่วยงานกำกับดูแลจะต้องมีอำนาจหน้าที่ตามกฎหมายเพียงพอที่จะดำเนินการได้อย่างทันท่วงทีหากเห็นว่าเกิดความเสี่ยงขึ้นในระบบสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม ความไม่ชัดเจนของธุรกรรมของผู้ให้บริการทางการเงิน และการทำธุรกรรมที่หลากหลายของสถาบันการเงินข้ามชาติสร้างความยากลำบากให้กับหน่วยงานกำกับดูแล เนื่องจากหน่วยงานกำกับแต่ละแห่งจะมีวัตถุประสงค์ในการกำกับดูแลและมีอำนาจหน้าที่รับผิดชอบที่แตกต่างกัน ดังนั้นโครงสร้างใหม่ของระบบกำกับดูแลควรมีความยืดหยุ่นเพื่อให้สามารถปรับตัวได้ทันกับการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของการพัฒนาการในตลาดการเงินและระบบการเงิน เพื่อให้สามารถติดตามความเสี่ยงที่ส่งผ่านสู่ระบบการเงิน (Systemic Risk) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2.3 การปรับปรุงเครื่องมือในการกำกับดูแล ได้แก่ กฎระเบียบข้อบังคับ มาตรฐานทางบัญชี และเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง ให้เหมาะสม

2.3.1 ปรับปรุงการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) ความเชื่อมโยงของตลาดการเงินทำให้ประเทศต่างๆ เผชิญกับความเสี่ยงมากขึ้น การพัฒนาระบบบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพจึงเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อสร้างความเข้มแข็งให้สถาบันการเงิน ระบบการเงิน และฐานะความมั่นคงของประเทศ มาตรฐานการวัดความเสี่ยงที่ดีจะช่วยให้ประมาณการความเสียหายที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้ง่ายขึ้น ทั้งนี้จะต้องติดตามและประเมินความเสี่ยงทุกประเภททั้งในระดับจุลภาคและมหภาค เช่น ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงทางด้านตลาด ความเสี่ยงจากการไหลเวียนของเงินทุน ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน ความเสี่ยงจากคู่สัญญา นอกจากนี้จะต้องคำนึงถึงความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจเป็นวงกว้างในลักษณะลูกโซ่ (Systemic Risk) ซึ่งความเสี่ยงประเภทนี้จะต้องให้หลายหน่วยงานรวมถึงภาครัฐเข้ามามีส่วนร่วม เนื่องจากเป็นความเสี่ยงต่อระบบการเงิน การปรับปรุงการบริหารความเสี่ยงให้ครอบคลุมและมีประสิทธิภาพ จะช่วยสร้างระบบเตือนภัยที่ดีเพื่อหลีกเลี่ยงการเกิดวิกฤติในอนาคต

2.3.2 เพิ่มเกณฑ์ขั้นต่ำของเงินสำรองให้ครอบคลุมความเสี่ยงที่ขยายขอบเขตกว้างขึ้น จากวิกฤติที่เกิดขึ้นทำให้ทุกฝ่ายเห็นตรงกันว่าเงินสำรองตามกฎหมาย (Capital Adequacy Requirement-CAR) ที่สถาบันการเงินจะต้องดำรงไว้ไม่เพียงพอที่จะรองรับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจริง จึงมีข้อเสนอให้เพิ่มเกณฑ์ขั้นต่ำของ CAR เพื่อรองรับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตอันเนื่องมาจาก ความเสี่ยงทางด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงของการมีสัดส่วนหนี้สินสูง และความเสี่ยงจากภาวะ Pro-cyclicality นอกเหนือไปจากการดำรงเงินสำรองตามเกณฑ์มาตรฐานคือ Leverage Ratio ซึ่งเป็นเกณฑ์ขั้นต่ำเพื่อป้องกันความเสี่ยงให้กับผู้ฝากเงิน โดยตัวอย่างของความเสี่ยงที่ควรนำมาพิจารณาเพื่อกำหนด CAR ได้แก่

- ความเสี่ยงจากการถือครองตราสารอนุพันธ์ (Structured Products) และตราสารที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitizations) ซึ่งหน่วยงานที่ออกกฎระเบียบการเงินระหว่างประเทศ เช่น The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) และ Committee of European Banking Supervisors (CEBS) ได้เพิ่มเงินสำรองในตราสารดังกล่าวแล้ว

- ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการ Mismatch ของแหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของเงินทุน ในภาวะที่เศรษฐกิจขยายตัว อัตราดอกเบี้ยต่ำ มักจะมีเงินทุนระยะสั้นเข้ามามาก แต่สถาบันการเงินนำไปปล่อยกู้ระยะยาว ซึ่งก่อให้เกิดความเปราะบางของระบบการเงิน ดังนั้น สถาบันการเงินที่มีความไม่สมดุลระหว่างแหล่งที่มาและแหล่งใช้ไปของเงินทุนจำเป็นต้องกันสำรองเพิ่มขึ้น ซึ่งจำเป็นต้องสร้างระบบฐานข้อมูลที่สนับสนุนการดำเนินการดังกล่าว และจะต้องหาวิธีในการคำนวณเพื่อเปรียบเทียบระหว่าง pooled asset และ pooled funding

- ความเสี่ยงของสินทรัพย์ใน Off-balance sheet และ Contingent Liability ดังนั้น จึงควรกำหนดให้มีการตั้งสำรองเพิ่มขึ้น หรือการเพิ่มคุณภาพของเงินสำรองชั้นที่ 1 (Tier 1 Capital) เพื่อให้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่สำคัญ ภายใต้กรอบการกำกับดูแลที่เหมาะสมในระดับมหภาค (Macro Prudential Framework) ทั้งนี้ จะต้องอาศัยความเชี่ยวชาญและความสามารถของผู้กำกับดูแลในการตัดสินใจออกมาตรการพิเศษดังกล่าวอย่างรวดเร็วและทันทั่วถึง เมื่อเห็นสัญญาณความเสี่ยงเกิดขึ้น เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดสถานการณ์ทรุดหนักลงและผลกระทบขยายวงกว้างออกไป ซึ่งจะทำให้ต้องใช้งบประมาณจำนวนมากขึ้นในการแก้ไขปัญหา

3. ด้านการคุ้มครองผู้บริโภคและนักลงทุน เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับสาธารณะว่าตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีความยุติธรรมและมีเสถียรภาพ สามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนและแหล่งในการออมเงินที่มีประสิทธิภาพและได้มาตรฐานสากล ซึ่งควรมีการคุ้มครองผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดการเงิน ในด้านต่างๆ อาทิ

3.1 การออกกฎระเบียบด้านการเปิดเผยข้อมูล วิฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 2551 ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการรับรู้ข่าวสารข้อมูลที่ไม่เท่าเทียม (Information Asymmetry) ความไม่โปร่งใสในตลาดการเงิน โดยเฉพาะการทำธุรกรรมเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ เช่น ตราสารจัดโครงสร้าง (Structured Product) ธุรกรรมแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization) และตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) ซึ่งเป็นธุรกรรมที่มีความซับซ้อน และมีความเสี่ยงสูง ดังนั้น ระบบการเงินใหม่ต้องให้ความสำคัญกับเปิดเผยข้อมูลอย่างเท่าเทียม ถูกต้อง สมบูรณ์ และทันเวลา สร้างตลาดการเงินที่มีความเป็นธรรมและโปร่งใส เพื่อให้ให้นักลงทุนและผู้เกี่ยวข้องมีข้อมูลที่ครบถ้วนและถูกต้อง เพียงพอต่อการตัดสินใจ

3.2 สร้างมาตรฐานและจัดระเบียบสถาบันจัดอันดับ ในปัจจุบันมีการออกตราสารที่มีความซับซ้อน (Structured Product) เพิ่มขึ้น ซึ่งจำเป็นต้องให้สถาบันจัดอันดับทำหน้าที่เป็นผู้วิเคราะห์ความเสี่ยงของตราสาร แต่เนื่องจากสถาบันจัดอันดับ มีข้อจำกัดหลายประการด้วยกัน

- การทำหน้าที่ของสถาบันจัดอันดับมีผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of Interest) กล่าวคือ ผู้ออกตราสารเป็นผู้ว่าจ้างหรือจ่ายเงินให้กับสถาบันจัดอันดับ (ร้อยละ 40 ของรายได้ของ Moody's ในปี 2005 มาจากการจัดอันดับตราสาร Wharton, 2008) และสถาบันจัดอันดับเป็นที่ปรึกษาทางการเงินให้กับผู้ออกตราสาร ดังนั้น จึงมีแนวโน้มที่บริษัทจัดอันดับจะมี bias ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงของตราสาร

- ความมีประสิทธิภาพและมาตรฐานของการจัดอันดับ การจัดอันดับตราสารเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลจากผลประกอบการในอดีต แต่ไม่ได้เป็นการยืนยันถึงความสามารถในอนาคต และระเบียบวิธีที่ใช้ในการจัดอันดับของสถาบันแต่ละแห่งอาจยังไม่เหมาะสมเพียงพอ หรือมีมาตรฐานไม่เท่ากัน เช่น พิจารณาข้อมูลไม่ครบถ้วน ไม่ครอบคลุมความเสี่ยงทั้งหมดขององค์กร หรือใช้ข้อมูลอนุกรมเวลาที่สั้นเกินไป ดังนั้น ในการประชุมระหว่างประเทศในหลายเวทีได้มีการเสนอแนะให้มีการกำหนดระเบียบวิธีในการจัดอันดับความเสี่ยงของตราสารให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน และต้องเผยแพร่ข้อมูลอย่างโปร่งใส มีระบบธรรมาภิบาลที่ดี

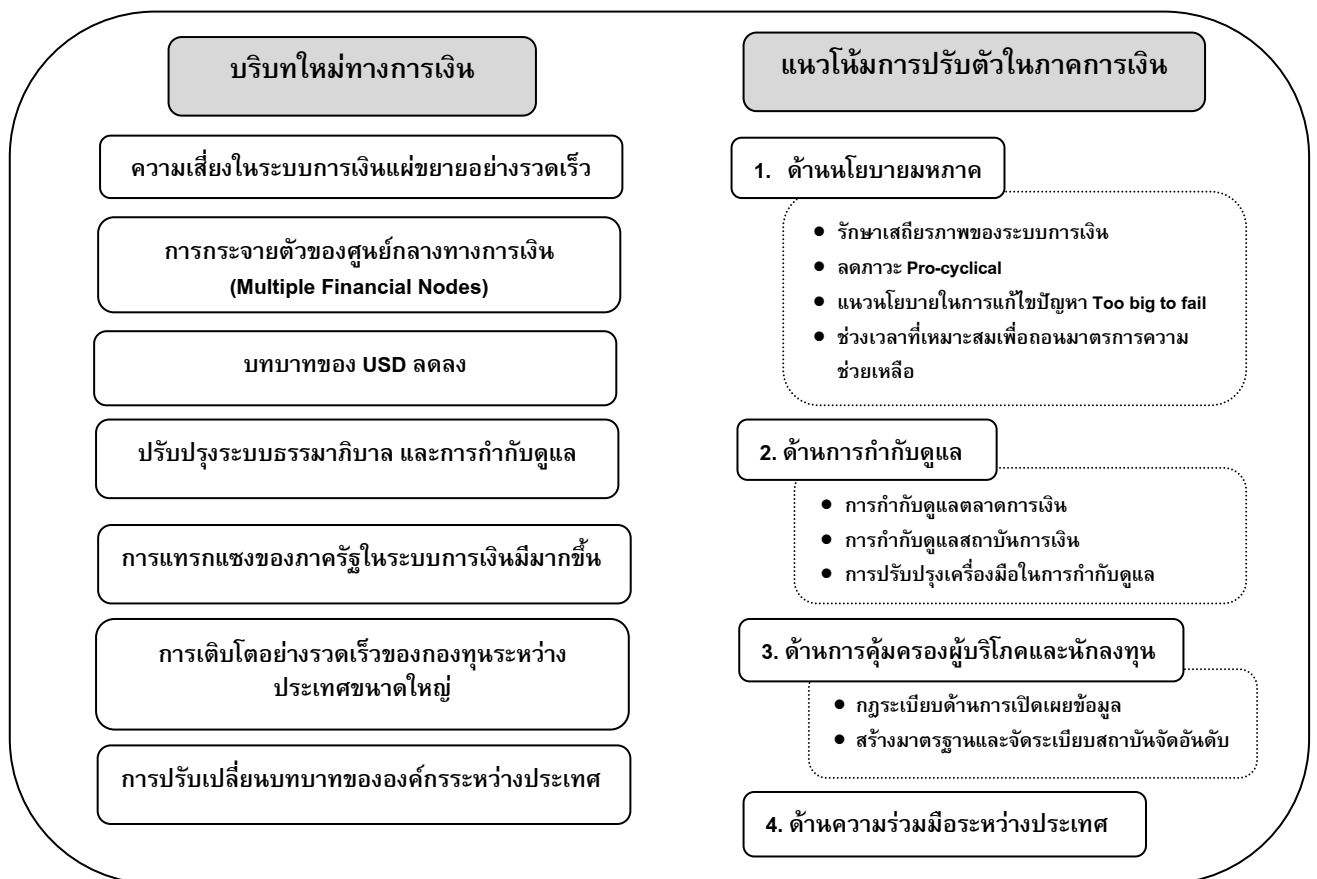
นอกจากนี้ระเบียบปฏิบัติที่กำหนดไว้มาเป็นระยะเวลานานว่าในการตัดสินใจลงทุนของสถาบันการเงินหรือผู้บริหารกองทุนจะต้องตัดสินใจลงทุนในตราสารที่ได้รับการจัดอันดับจากบริษัทจัดอันดับภายนอกที่มีมาตรฐาน ทำให้ผู้ลงทุนไม่ได้ทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงเอง หรือใช้วิจารณญาณจากประสบการณ์ของตน การที่ผู้บริหารกองทุนพึ่งพาการจัดอันดับของสถาบันจัดอันดับมากเกินไป จึงเป็นจุดอ่อนของการตัดสินใจลงทุน

4. ด้านความร่วมมือระหว่างประเทศ ส่งเสริมให้เกิดความร่วมมือระหว่างประเทศเพื่อร่วมรับผิดชอบในการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินในระดับประเทศและระดับโลก หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจแผ่ขยายความเสียหายไปทั่วโลกอย่างรวดเร็ว ได้มีการประชุมหารือบนพื้นฐานของการประสานความร่วมมือระหว่างประเทศเพื่อช่วยยุติการลุกลามของปัญหาหรือจำกัดขอบเขตความเสียหายไม่ให้ขยายวงกว้างต่อไป และมีแนวทางร่วมกันในการพัฒนาระบบกำกับดูแลให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยมีมาตรการกำกับดูแลที่เป็นไปในแนวทางและมาตรฐานเดียวกันเพื่อปิดช่องว่างในการกำกับดูแล และเพื่อเป็นการป้องกันไม่ให้มีการย้ายเงินลงทุนไปสู่ตลาดที่มีระบบการกำกับดูแลที่ผ่อนคลายน้อยกว่า (Regulatory Arbitrage) มีการแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างกัน โดยเฉพาะข้อมูลขององค์กรการเงินระหว่างประเทศขนาดใหญ่ที่มีสาขาในหลายประเทศ และเพื่อป้องกันการเกิดวิกฤติครั้งใหม่จำเป็นต้องพัฒนาขีดความสามารถของหน่วยงานกำกับดูแลและความสามารถของบุคลากรในการเฝ้าระวังและติดตามความเสี่ยง พัฒนาเครื่องมือ ตัวชี้วัด และระบบเตือนภัยความเสี่ยงของระบบการเงิน (Systemic Risk) ที่สามารถใช้ร่วมกันในบางประเทศ เช่น ประเทศอังกฤษ มีหน่วยงานที่มีหน้าที่รักษาเสถียรภาพของระบบการเงินขึ้นโดยเฉพาะ ได้แก่ FSA และธนาคารกลางของประเทศอินเดียได้จัดตั้ง Financial Stability Unit ขึ้นในเดือนกรกฎาคม 2552 เพื่อทำหน้าที่วิเคราะห์และติดตามเสถียรภาพของระบบการเงินอย่างต่อเนื่อง แต่ในอีกหลายประเทศที่ไม่มีการตั้งหน่วยงานขึ้นโดยเฉพาะ จะต้องมีการสร้างความร่วมมือระหว่างหน่วยงานกลาง เช่น ธนาคารกลาง รัฐบาล หน่วยงานกำกับดูแล จะต้องมีความเห็นไปในทิศทางเดียวกันและออกมาเตือนให้ตลาดรับทราบถึงความเสี่ยงที่กำลังก่อตัวขึ้นเพื่อให้ภาคธุรกิจสามารถปรับเปลี่ยนกลยุทธ์หรือรับมือกับความเสี่ยงนั้นได้อย่างทันเวลา

ห้ยยะ/Lesson learned

วิกฤติเศรษฐกิจและการเงินโลกครั้งนี้และความเสียหายที่เกิดขึ้นชี้ว่า มีความจำเป็นที่ทั้งในระดับภายในประเทศและระดับระหว่างประเทศต้องปฏิรูประบบการเงินเข้าสู่โลกแห่ง Sustainable Capitalism ซึ่งให้ความสำคัญกับการสร้างความสมดุลระหว่างพลวัตการพัฒนาในระบบเศรษฐกิจการเงินและกฎระเบียบการกำกับดูแล และความรับผิดชอบต่อสังคมไม่มุ่งเน้นเพียงแต่การทำกำไรในระยะสั้น ในระยะเวลาแห่งการปฏิรูปอาจจะมีความสูญเสียต้องออกจากตลาดไปแต่ก็ต้องถือว่าเป็นส่วนหนึ่งของ Market correction และเป็นความสูญเสียในระยะสั้นเพื่อการสร้างความมั่นคงของระบบการเงินในระยะยาว ทั้งนี้เพื่อเป็นการสร้างเสถียรภาพในระบบการเงินทั้งในระดับประเทศและในระดับโลก การปรับตัวและการปฏิรูปในภาคการเงินจะเกิดขึ้นใน 4 มิติที่สำคัญ ได้แก่ การดำเนินนโยบายการปฏิรูประบบการกำกับดูแล การคุ้มครองผู้บริโภคและนักลงทุน และการสร้างความร่วมมือระหว่างประเทศ ซึ่งสามารถสรุปได้ตามแผนภาพที่ 16

แผนภาพที่ 16 บริบทใหม่และแนวโน้มการปรับตัวของภาคการเงิน



ที่มา: คณะผู้ศึกษา

5. แนวโน้มการปรับตัวในภาคการเงินไทย : โอกาส ความท้าทาย และแนวโน้มการพัฒนาที่สำคัญ

5.1 ผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจโลกที่มีต่อประเทศไทย

ปัญหาวิกฤติการณ์เศรษฐกิจโลกที่เกิดขึ้นในครั้งนี้ แม้ว่าจะมีจุดเริ่มต้นมาจากภาคการเงินของสหรัฐอเมริกา แต่ความเสียหายที่เกิดขึ้นไม่ได้ถูกจำกัดอยู่แค่เพียงสหรัฐเท่านั้น หากแต่มีผลกระทบต่อเนื่องมายังประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ซึ่งเป็นผลมาจากความเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงในปัจจุบันที่มีความเชื่อมโยงกันสูง โดยในระยะแรกผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจการเงินโลกต่อประเทศไทยยังอยู่ในวงจำกัด โดยเป็นผลกระทบทางอ้อมด้านความเชื่อมั่นที่มีต่อสถาบันการเงินของไทยที่มีความเชื่อมโยงกับสถาบันการเงินในประเทศสหรัฐอเมริกาและสถาบันการเงินในกลุ่มประเทศสหภาพยุโรปเท่านั้น แต่ผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงเริ่มเด่นชัดขึ้นในช่วงปลายไตรมาสสามของปี 2551 เมื่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ทำให้ความต้องการสินค้าส่งออกและบริการลดลง ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องมายังระบบเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชีย และการให้สินเชื่อ ส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจไทย ที่เริ่มชะลอตัวตั้งแต่ไตรมาสสองของปี 2551 ได้เข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรงในไตรมาสสี่ การผลิต การลงทุน การจ้างงานชะลอตัวลงมาก สถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการให้สินเชื่อตามภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ประกอบกับภาวะการลงทุนที่หดตัวอย่างรุนแรง ทำให้สินเชื่อภาคธุรกิจชะลอตัวลงในไตรมาสแรกของปี 2552 และหดตัวในไตรมาสที่สอง นักลงทุนต่างชาติถอนเงินลงทุนออกจากตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี 2551 ปรับตัวลงถึงร้อยละ 47 จากสิ้นปี 2550 ส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง

ดังนั้นจากปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้รัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ร่วมมือกันออกมาตรการเพื่อกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เช่นเดียวกับประเทศอื่นๆ ที่ประสบปัญหา โดย ธปท. ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงติดต่อกัน 4 ครั้ง ในเวลา 4 เดือน จากร้อยละ 3.25 มาอยู่ที่ร้อยละ 1.25 นอกจากนี้รัฐบาลได้ออกมาตรการทางการคลัง ในการลดค่าครองชีพของประชาชนและเพิ่มกำลังซื้อของประชาชน เพื่อกระตุ้นการบริโภคในประเทศ และชดเชยการหดตัวของภาคส่งออกและท่องเที่ยว ภายใต้โครงการ “เบี่ยยังชีพผู้สูงอายุ” “ดันกล้าอาชีพ” “5 มาตรการ 6 เดือน ลดค่าครองชีพ” และ “ไทยเข้มแข็ง 2555”

ตารางที่ 6 แสดงดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจของประเทศไทย

ดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจ	2549	2550	2551	2552	
				Q1	Q2
อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (% yoy)	5.1	4.8	2.6	-7.1	-4.9
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ณ สิ้นงวด)	5.00	3.25	2.75	1.50	1.25
อัตราเงินเฟ้อ (% yoy)	4.7	2.3	5.5	-0.3	-2.8
สินเชื่อภาคธุรกิจ (% yoy)	1.51	0.62	11.26	5.46	-1.79
สภาพคล่องส่วนเกิน (% yoy)	43.2	10.8	31.0	26.8	39.7
การลงทุนรวม (% yoy)	3.9	1.3	1.1	-15.8	-10.1
เงินทุนเคลื่อนย้าย (พันล้านดอลลาร์ สรอ.)	1.89	1.00	-1.00	-1.37	-1.04
อัตราแลกเปลี่ยน (เงินบาท/ดอลลาร์ สรอ.)	35.69	32.57	35.21	35.75	34.09
เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (พันล้านดอลลาร์ สรอ.)	66.98	87.46	111.01	116.22	120.81
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (ณ สิ้นระยะเวลา)	679.84	858.10	449.96	431.5	597.48
ดัชนีตลาดตราสารหนี้ (ณ สิ้นระยะเวลา)	97.83	100.15	113.15	107.41	105.64

ที่มา: สศช.

5.2 แนวโน้มการปรับตัวของภาคการเงินไทย : โอกาสและข้อจำกัด

ภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ปี 2540 เป็นต้นมา ภาคการเงินไทยได้มีการปรับตัวเพื่อสร้างเสถียรภาพของระบบการเงิน โดยเฉพาะการสร้างเสริมความเข้มแข็งให้กับระบบสถาบันการเงิน ตามแนวทางที่ IMF ได้กำหนดให้ประเทศผู้ขอรับความช่วยเหลือต้องดำเนินการ ซึ่งส่วนใหญ่มุ่งเน้นไปที่การเพิ่มความเข้มงวดของการบริหารความเสี่ยงและการกำกับดูแล โดยสถาบันการเงินไทยได้ถือปฏิบัติตามมาตรฐานสากล ทั้งทางด้านการดำรงเงินกองทุน (Basel II) มาตรฐานการบันทึกบัญชี (IAS39) ตลอดจนมีการประเมินความเข้มแข็งของภาคการเงินของไทย (Financial Stability Assessment Program :FSAP) ซึ่งผลจากการปรับปรุงดังกล่าว ทำให้สถาบันการเงินไทยมีความเข้มแข็งขึ้นและมีการบริหารความเสี่ยงที่ดีขึ้น จึงได้รับผลกระทบทางตรงจากวิกฤติปี 2551 ไม่มากนัก แต่อย่างไรก็ตาม การปรับตัวของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลกจะส่งผลให้ต้องมีการเปลี่ยนแปลงของบริบทในภาคการเงินของไทย ที่จะมียุทธศาสตร์การพัฒนาเศรษฐกิจการเงินในระยะยาว การปรับตัวเพื่อให้สอดคล้องกับบริบทการเงินใหม่ของโลกในด้านต่าง ๆ นั้นอยู่ภายใต้เงื่อนไขและปัจจัยดังนี้

1) ความเสี่ยงในระบบการเงินมีความเชื่อมโยงกัน และกระจายตัวอย่างรวดเร็ว ประเทศไทยจึงยังต้องยกระดับการกำกับดูแล และมีพัฒนาระบบการติดตามข้อมูลและวิเคราะห์สถานการณ์ที่ทันต่อเหตุการณ์ รวมทั้งมีระบบการเตือนภัยที่เหมาะสมกับนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ จากความเชื่อมโยงระหว่างระบบเศรษฐกิจต่าง ๆ และการเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน แม้ว่าตลาดการเงินในประเทศต่าง ๆ ได้รับการพัฒนาและสร้างนวัตกรรมการเงินใหม่ ๆ (Financial Innovation) ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง และเป็นการยกระดับคุณภาพของการทำธุรกรรมของสถาบันการเงิน ภาคธุรกิจและประชาชน แต่จากวิกฤติ sub-prime ที่เกิดขึ้น ได้แสดงให้เห็นแล้วว่าภาคการเงินสามารถส่งผ่านความเสี่ยงไปยังภาคส่วนต่าง ๆ ได้ง่ายขึ้นด้วย ซึ่งรวมถึง ความเสี่ยงจากเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น จากปริมาณและความเร็วในการไหลเข้าและออกที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อค่าเงินบาท และจากการเชื่อมโยงที่ซับซ้อนมากขึ้นทั้งภาคธุรกิจในประเทศและต่างประเทศจะส่งผลให้ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและความเสี่ยงด้านเครดิตปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น และทวีความรุนแรงมากขึ้น ดังนั้นจึงควรสร้างความร่วมมือระหว่างภาครัฐและเอกชนในการแลกเปลี่ยนข้อมูลและพัฒนาการบริหารความเสี่ยง เพื่อหาแนวทางจัดการความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต แต่ข้อจำกัดที่สำคัญคือ การระบุหรือประเมินมูลค่าความเสี่ยงที่ใกล้เคียงกับความเป็นจริง โดยเฉพาะในธุรกรรมทางการเงินที่มีความซับซ้อนสูง

2) ตลาดการเงินปรับตัวเป็น Multiple financial nodes¹ ประเทศไทยจึงต้องวางยุทธศาสตร์ในการเข้าเชื่อมโยงกับ nodes ต่าง ๆ อย่างเหมาะสมกับโครงสร้างพื้นฐานการเงินและระบบเศรษฐกิจของไทย รวมทั้งความสอดคล้องกับกฎระเบียบที่บังคับใช้ จากกระแสแนวโน้มการถ่ายเทความมั่งคั่งและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจากตะวันตกสู่ประเทศในภูมิภาคเอเชียที่เด่นชัดขึ้น เป็นโอกาสที่จะมีแหล่งเงินทุนไหลเข้าประเทศที่มีความหลากหลายมากขึ้น ดังนั้นภายใต้ความหลากหลายของศูนย์กลางทางการเงิน ประเทศไทยควรเตรียมความพร้อมโดยการ 1) ปรับปรุงนโยบายและการกำกับดูแลในเชิงมหภาคให้ครอบคลุมต่อแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงที่จะกระทบต่อเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ อัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย และดุลบัญชีเดินสะพัด 2) สร้างความร่วมมือระหว่างประเทศในภูมิภาค เพื่อสร้างความเข้มแข็งให้กับตลาดการเงินในภูมิภาค 3) สร้างความลึกให้กับตลาดการเงินไทย เพื่อรองรับความต้องการลงทุนที่เพิ่มขึ้นจาก

¹ สศช. จากวิสัยทัศน์ 2570 สู่แผนฯ 11, เอกสารประกอบการประชุมประจำปี 2552

ประเทศในภูมิภาค และ 4) การเปิดโอกาสให้กองทุนต่าง ๆ ในประเทศสามารถไปลงทุนเพิ่มเติมในต่างประเทศได้มากขึ้น ภายใต้ระบบการกำกับดูแลที่ทันต่อการพัฒนาในตลาดการเงิน อย่างไรก็ตามในการปรับตัวนั้นจะต้องขึ้นอยู่กับความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคและข้อจำกัดในการออกกฎระเบียบเพื่อต้านการเปลี่ยนแปลงตามวัฏจักร (counter-cyclical)¹

3) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ มีความผันผวนมากขึ้น การจัดสรร **portfolio** ของทุนสำรองและการลงทุนในตราสารทางการเงินต้องมีความยืดหยุ่นและมีการประเมินความเสี่ยงที่เหมาะสม และในขณะเดียวกันก็ยึดหลักว่าระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นจะช่วยเพิ่มขีดความสามารถของนโยบายการเงินในการตอบสนองต่อภาวะช็อก จากการที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ อ่อนลงอย่างต่อเนื่องหลังจากเกิดวิกฤติ ส่งผลให้หลายประเทศ เริ่มลดสัดส่วนการถือครองเงินเหรียญสหรัฐ ประกอบกับการที่สหรัฐจำเป็นต้องเพิ่มสภาพคล่องให้กับระบบการเงินอย่างมากในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ จะก่อให้เกิดความผันผวนมากขึ้นในระบบอัตราแลกเปลี่ยน เมื่อมีการดึงสภาพคล่องกลับออกจากระบบการเงิน มูลค่าของเงินเหรียญสหรัฐจะลดลงไปอีก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อฐานะเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของไทย อีกทั้งการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดในระดับต่ำ อาจส่งผลให้เกิดการเก็งกำไรในตลาดการเงินสหรัฐ เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นเมื่อครั้งวิกฤติการณ์ภาวะการค้าสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ของสหรัฐ ในช่วงปี 2543-2546 (Dot-Com Bubble) ดังนั้นปัจจัยสำคัญทั้ง 2 ปัจจัยนี้ จะส่งผลกระทบต่อฐานะทุนสำรองของประเทศไทย และเป็นภาระในการรักษาเสถียรภาพของค่าเงินบาท ทางเลือกหนึ่งในการแก้ไขปัญหาค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ผันผวน คือ การจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds : SWF) หรือการเพิ่มความสำคัญของเงินตราต่างประเทศสกุลต่าง ๆ หรือสินทรัพย์ในรูปแบบอื่น ๆ ให้มากขึ้น เช่นเดียวกับที่ประเทศจีน ได้เริ่มลดบทบาทของเงินเหรียญสหรัฐ ในการใช้เป็นเงินทุนสำรองหลักระหว่างประเทศ หรือรัสเซียที่ได้เรียกร้องต่อประเทศต่าง ๆ ให้หันมาใช้เงินสกุล SDRs กันมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อจำกัดที่สำคัญได้แก่ 1) พ.ร.บ. เงินตรา พ.ศ. 2501² ได้กำหนดประเภทของการถือสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ในเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไว้อย่างชัดเจน ซึ่งในการแก้ไขประเภทของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศนั้น จำเป็นต้องมีการศึกษาเพิ่มเติมถึงแนวทางในการพิจารณาปรับปรุงแก้ไข พ.ร.บ.ให้สอดคล้องต่อบริบทการเงินของโลกที่เปลี่ยนแปลงไป และ 2) คุณสมบัติของเงินตราต่างประเทศสกุลอื่น ๆ ยังไม่มีคุณสมบัติใกล้เคียงกับเงินเหรียญสหรัฐ ในการทำธุรกรรมทางเศรษฐกิจ

4) การเก็งกำไรที่เพิ่มขึ้นในระบบการเงิน กรอบการติดตามความเคลื่อนไหวทางการเงินควรมีการพัฒนาให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของผู้ร่วมในตลาด กฎเกณฑ์ของตลาดการเงิน และ

¹ Jose Antonio Ocampo(2008) Macroeconomic vulnerability and reform: managing pro-cyclical capital flows.

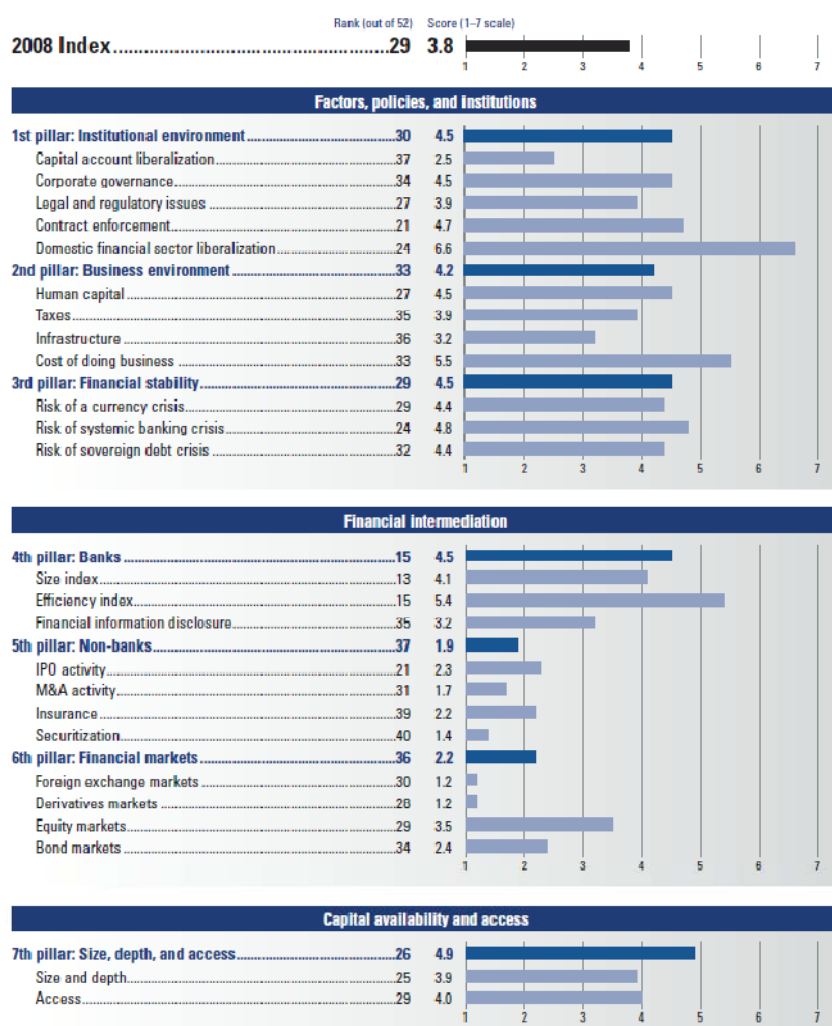
² พ.ร.บ. เงินตรา มาตรา 30 สินทรัพย์ที่ประกอบขึ้นเป็นทุนสำรองเงินตราได้แก่ (๑) ทองคำ (๒) เงินตราต่างประเทศอันเป็นเงินตราที่พึงเปลี่ยนได้ หรือเงินตราต่างประเทศอื่นใดที่กำหนดโดยกฎกระทรวง ทั้งนี้ ต้องเป็นรูปเงินฝากในธนาคารนอกราชอาณาจักรหรือในสถาบันการเงินระหว่างประเทศ (๓) หลักทรัพย์ต่างประเทศที่จะมีการชำระหนี้เป็นเงินตราต่างประเทศที่ระบุไว้ใน (๒) (๔) ทองคำ สินทรัพย์ต่างประเทศ และสิทธิพิเศษถอนเงิน ทั้งนี้ ที่นำส่งสมทบกองทุนการเงิน (๕) ใบสำคัญสิทธิซื้อส่วนสำรอง (๖) ใบสำคัญสิทธิพิเศษถอนเงิน (๗) หลักทรัพย์รัฐบาลไทยที่จะมีการชำระหนี้เป็นเงินตราต่างประเทศที่ระบุไว้ใน (๒) หรือเป็นบาท (๘) ตัวเงินในประเทศที่ธนาคารแห่งประเทศไทยพึงซื้อหรือรับช่วงซื้อลดได้ แต่ต้องมีค่าธรรมเนียมไม่เกินร้อยละยี่สิบของจำนวนธนบัตรออกใช้ สินทรัพย์ตาม (๑) (๒) (๓) (๔) (๕) และ (๖) นั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจะต้องจัดดำรงไว้ให้มีค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่ต่ำกว่าร้อยละหกสิบของจำนวนธนบัตรออกใช้

ลักษณะของกิจกรรมในตลาด แม้ว่าในปัจจุบันภาคธุรกิจในประเทศไทยจะมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุน (leverage ratio) ที่ต่ำเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว แต่จากแนวโน้มของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับต่ำ ผลตอบแทนอัตราดอกเบี้ยไม่สูงใจประกอบกับความสามารถในการทำกำไรของสถาบันการเงินถูกจำกัดและนวัตกรรมทางการเงินที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น อาจเป็นแรงผลักดันให้เกิดการกู้ยืมเพื่อการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลควรระมัดระวังการปรับเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินทรัพย์ในตลาดการเงิน ตลาดตราสารอนุพันธ์ ตลาดสังหาริมทรัพย์ไม่ให้ผันผวนจนเกินไป และควรติดตามการดำเนินงานของกองทุนต่าง ๆ อย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะนโยบายการลงทุน การเผยแพร่ข้อมูลการลงทุน ระบบการจัดเก็บข้อมูลการลงทุนที่ต้องมีความโปร่งใส และเท่าทันต่อการเปลี่ยนแปลงในตลาดการเงิน เพื่อให้ผู้กำกับดูแลและผู้ลงทุนสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการบริหารความเสี่ยงที่มีอยู่ได้อย่างเหมาะสม และเกิดธรรมาภิบาลที่ดีในระบบการเงินไทย แต่อย่างไรก็ตามยังมีข้อจำกัดบางประการ เช่น 1) การเผยแพร่ข้อมูลการลงทุน และระบบการจัดเก็บข้อมูลขาดประสิทธิภาพ และมีต้นทุนในการบริหารจัดการที่สูง ทำให้ผู้กำกับดูแลขาดข้อมูลที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ และความล่าช้าในการตรวจสอบปรับปรุงแก้ไขการลงทุนที่ไม่เป็นธรรมในตลาดต่าง ๆ และ 2) ผู้กำกับดูแลและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ยังขาดความโปร่งใสและธรรมาภิบาลในการใช้ข้อมูลภายใน

5) การเปิดเสรีทางการเงิน : การแข่งขันในตลาดเงินและตลาดทุนจะยังเพิ่มความเข้มข้นมากขึ้น การพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศไทยยังต้องดำเนินการต่อไปอย่างต่อเนื่อง ทั้งภายใต้แผนแม่บทการปรับโครงสร้างการเงินระยะที่ 2 และแผนแม่บทการพัฒนาตลาดทุนไทย¹ แม้ว่าปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจในปัจจุบัน ซึ่งมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากการเปิดเสรีทางการเงินในระดับสูงของประเทศซีกโลกตะวันตก แต่กระแสโลกาภิวัตน์ในตลาดภาคการเงินจะยังคงดำเนินต่อไป ทำให้ไทยต้องปรับตัวตามกระแสโลกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ การเปิดเสรีทางการเงินของไทยยังคงเป็นแนวทางที่สำคัญในการขับเคลื่อน ดังนั้นระบบการเงินไทยควรมีการดำเนินการพัฒนาการบริหารความเสี่ยงของภาครัฐและเอกชน พร้อมทั้งเพิ่มความยืดหยุ่นของระบบเศรษฐกิจโดยรวม เพื่อรับมือกับความผันผวนต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นทั้งภายในและภายนอกประเทศได้ เพื่อแข่งขันกับประเทศต่าง ๆ และสร้างการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน ส่วนข้อจำกัดที่เป็นประเด็นพิจารณาได้แก่ ระดับการพัฒนาโดยรวมของระบบการเงินไทย ซึ่งในปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 3.8 คะแนน จากคะแนนรวม 7 คะแนน ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ อีกทั้งมูลค่าภาคการเงินของไทยเมื่อเทียบกับ GDP ยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยและค่ากลางของภาคการเงินประเทศอื่น ๆ (คำนวณโดยธนาคารเพื่อการพัฒนาเอเชีย, Asian Development Bank: ADB)

¹ “บทบาทของตลาดเงินตลาดทุนในการเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน” โดย ดร.กอบศักดิ์ ภูตระกูล เอกสารประกอบการสัมมนาวิชาการของสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทยประจำปี 2551 เรื่อง “สู่การเติบโตอย่างมีคุณภาพและยั่งยืน”

แผนภาพที่ 17 ผลประเมินคะแนนการพัฒนาทางการเงินไทย ปี 2551



ที่มา: The Financial Development Report 2008 (จากคะแนนเต็ม 7 คะแนน)

ตารางที่ 7 แสดงอันดับและคะแนนการพัฒนาทางการเงินปี 2551ของประเทศสำคัญต่าง ๆ

ประเทศ	อันดับ	คะแนน
สหรัฐฯ	1	5.85
อังกฤษ	2	5.83
ญี่ปุ่น	4	5.28
เกาหลีใต้	19	4.55
มาเลเซีย	20	4.48
จีน	24	4.09
ไทย	29	3.82
อินเดีย	31	3.63

ที่มา: The Financial Development Report 2008

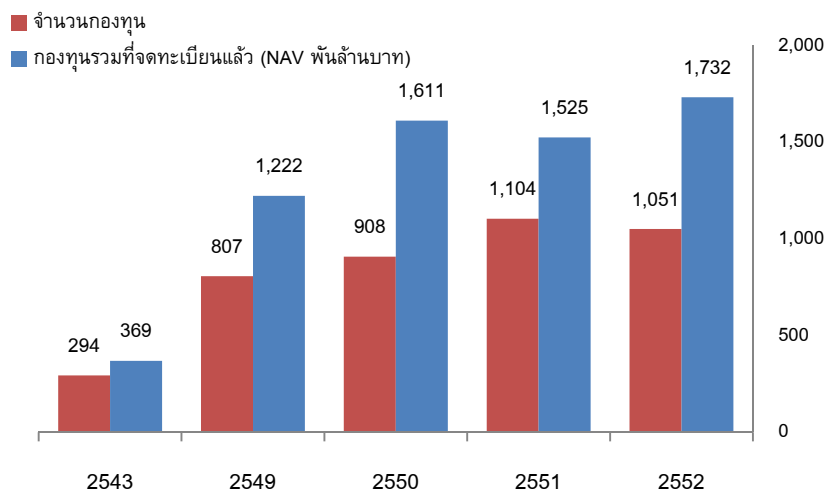
ตารางที่ 8 แสดงมูลค่าของภาคการเงิน (% ต่อ GDP)

	Financial Sector Asset				Market Capitalization		Total Bonds Outstanding	
	Deposit-taking financial Institution		Non-bank Financial Institutions					
	2000	2008	2000	2008	2000	2008	2000	2008
China	168.8	204.5	8.8	33.9	27.1	32.3	16.9	50.3
Hong Kong, china	505.5	640.7	196.4	573.8	363.9	610.9	35.8	42.9
Indonesia	63.6	48.6	8.8	13.7	18.7	21.7	31.9	13.4
Korea	147.9	192.7	44.1	62.6	31.2	56.3	66.5	86.2
Malaysia	154.2	190.3	16.5	20.2	124.7	89.6	74.8	73.5
Philippines	99.2	78.8	22.4	18.5	76.8	54.3	27.6	33.7
Singapore	683.8	707.9	39.1	47.1	243.7	148.0	48.0	70.8
Taiwan	259.9	289.6	29.8	80.6	81.7	94.7	7.7	7.7
Thailand	132.3	137.7	10.7	33.0	26.0	39.2	25.3	51.6
Average3	246.1	276.7	41.9	98.1	110.4	127.5	37.2	47.8
Median	154.2	192.7	22.4	33.9	76.8	56.3	31.9	50.3
Euro zone	230.0	315.8	142.1	169.3	—	—	124.2	69.4
Japan	227.5	230.9	118.5	132.1	71.7	55.8	97.4	193.4
United States	78.3	104.8	283.2	306.1	117.5	64.6	41.8	55.3

ที่มา: ADB

6) การเติบโตของกองทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ประเทศไทยควรมีมาตรการเพื่อรองรับการลงทุนของกองทุนขนาดใหญ่ ในระยะที่ผ่านมากองทุนขนาดใหญ่ในต่างประเทศ เช่น กองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Fund) กองทุนบำเหน็จบำนาญ และกองทุนบริหารความเสี่ยง (Hedge Fund) และกองทุนรวมในประเทศขยายตัวอย่างรวดเร็ว เนื่องจากความคล่องตัวในการลงทุน กฎระเบียบและการกำกับดูแลที่ไม่เข้มงวด อีกทั้งการจัดตั้งกองทุนทางการเงินต่าง ๆ มีต้นทุนในการดำเนินงานต่ำและสามารถเข้า-ออกตลาดได้โดยง่าย การตัดสินใจลงทุนเป็นได้อย่างรวดเร็ว ประกอบกับการเปิดเสรีของตลาดการเงิน ทำให้การเคลื่อนย้ายการลงทุนของกองทุนเหล่านี้เป็นไปโดยสะดวก แต่ขณะเดียวกันได้ส่งผลต่อความผันผวนของระดับราคาสินทรัพย์ในตลาดเงินตลาดทุน ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ตลาดอสังหาริมทรัพย์ และระบบอัตราแลกเปลี่ยนอย่างมาก ดังนั้นประเทศไทยควรมีมาตรการเพื่อรองรับการลงทุนของกองทุนขนาดใหญ่ โดยพัฒนาตลาดการเงิน เพื่อดึงดูดเงินทุนระยะยาว และสร้างความเข้มแข็งให้กับกลไกกำกับดูแลในตลาดการเงินและตลาดทุน เพื่อลดความผันผวนของราคาสินทรัพย์

แผนภาพที่ 18 มูลค่าและจำนวนกองทุนรวมของไทยในแต่ละปี



ที่มา: SEC

7) การก่อหนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้นขึ้นกับความจำเป็นที่ประเทศไทยจะต้องดำเนินการปฏิรูปภาคการคลังอย่างเหมาะสม และการปฏิรูปภาคการเงินและการคลังนั้นจะต้องสอดรับและสนับสนุนซึ่งกันและกัน เศรษฐกิจที่หดตัวอย่างรุนแรง ทำให้ประเทศไทยต้องเร่งฟื้นฟูเศรษฐกิจโดยการใช้นโยบายการคลัง เพื่อกระตุ้นการบริโภค การลงทุน และการจ้างงาน ซึ่งจะส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจได้รวดเร็วกว่าการกระตุ้นด้วยนโยบายการเงิน แต่เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านงบประมาณทำให้รัฐบาลต้องก่อหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลต่อเสถียรภาพในระบบการเงินและการเจริญเติบโตของประเทศ ดังนั้น จึงควรมีใช้เงินอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด อย่างไรก็ตามข้อจำกัดที่สำคัญคือ เสถียรภาพทางการเงินเนื่องจากจะมีโอกาสก่อให้เกิดความล่าช้าในการเบิกจ่าย ซึ่งส่งผลต่อประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบาย อีกทั้งแนวโน้มของสังคมผู้สูงอายุจะเป็นข้อจำกัดในการจัดสรรเงินงบประมาณ นอกจากนี้การก่อหนี้เพิ่มขึ้นยังก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อระบบการเงิน เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในระบบ อาจก่อให้เกิดการอ่อนค่าลงของเงินบาท ปัญหาเงินเฟ้อในระบบเศรษฐกิจ และลดโอกาสในการใช้เงินของภาคเอกชน (Crowding-out Effect) ทั้งนี้ คาดหวังว่าการบังคับใช้กฎหมายการเงินการคลังภาครัฐ พ.ศ....จะช่วยสนับสนุนให้มีการวางแผนด้านคลังที่เหมาะสม และครบถ้วนทั้งในด้านรายได้ รายจ่าย การก่อหนี้และการบริหารหนี้สาธารณะ และที่สำคัญคือช่วยเพิ่มประสิทธิภาพ ความโปร่งใส และความรับผิดชอบต่อกระบวนการคลัง ที่ต้องควบคู่ไปกับประสิทธิภาพ ความโปร่งใส ความคงเส้นคงวา และการตรวจสอบได้ของการดำเนินนโยบายด้านการเงิน

ตารางที่ 9 แสดงดุลบัญชีของรัฐบาล (Fiscal Balance of Central Government)

	ค่าเฉลี่ย 2543-2547	2547	2548	2549	2550	2551	2552F
กัมพูชา	-5.3	-4.5	-2.5	-2.7	-2.9	-1.7	-3.2
จีน	-2.2	-1.3	-2	-0.8	0.6	-0.4	-3.0
ฮ่องกง	-2.4	1.6	1.0	3.9	7.5	0.1	-3.9
อินโดนีเซีย	-1.2	-1.1	-0.2	-0.9	-1.2	0.0	-2.5
เกาหลีใต้	1.5	0.7	0.4	0.4	3.8	1.2	-2.2
มาเลเซีย	-5.0	-4.1	-3.6	-3.3	-3.2	-4.8	-7.6
ฟิลิปปินส์	-4.4	-3.8	-2.7	-1.1	-0.2	-0.9	-3.2
สิงคโปร์	7.0	6.9	9.0	8.3	13.9	6.5	-3.5
ไต้หวัน	-3.3	-2.4	-1.6	-0.7	-0.4	-1.4	-3.6
ไทย	-0.4	0.3	0.2	0.1	-1.1	-0.3	-3.5
เวียดนาม	-4.5	-4.9	-4.9	-5.0	-4.9	-4.5	-4.8

ที่มา: ADB

8) การปรับตัวจาก Exit Strategy ของประเทศไทย จากการที่หลายประเทศใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายโดยการลดอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับที่ต่ำมาก และมาตรการทางการเงินคลังเพื่ออัดฉีดเงินเข้าระบบเศรษฐกิจ หรือในบางประเทศที่ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายพิเศษ (Quantitative Easing) เพื่อพยุงให้ภาคธุรกิจการเงินอยู่รอดได้ในภาวะวิกฤติ ซึ่งในอนาคตเมื่อระบบเศรษฐกิจโลกมีความเข้มแข็งขึ้น รัฐบาลหลายประเทศจะต้องยุติให้ความช่วยเหลือดังกล่าว (Exit strategy) โดยการดึงสภาพคล่องกลับออกจากระบบการเงิน หรือใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น ซึ่งนับว่าเป็นความเสี่ยงในอนาคตต่อระบบเศรษฐกิจทั้งของไทยและของโลก ทั้งทางด้านการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก การขยายตัวของภาคการผลิต การส่งออก การลงทุน และความเชื่อมั่นของตลาด นอกจากนี้สภาพคล่องในระบบที่ลดลงจะส่งผลต่อตลาดการเงิน ตลาดทุน และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยในตลาดอีกด้วย ในทางตรงข้ามหากการดำเนิน Exit Strategy ล้าช้าจะกลายเป็นความเสี่ยงต่อฐานะการคลังภาครัฐ นอกจากนี้จะเป็นการบิดเบือนตลาดเนื่องจากการขยายตัวของเศรษฐกิจไม่ได้เกิดขึ้นจากความต้องการที่แท้จริง แต่เป็นการสร้างความต้องการเทียมขึ้นจากภาครัฐ ซึ่งอาจส่งผลให้เกิด Bubble รอบใหม่ได้ ดังนั้น ในการดำเนินการ Exit Strategy นั้น จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องหารือหรือสร้างความตกลงกันระหว่างประเทศต่างๆ โดยเฉพาะในการตัดสินใจของประเทศที่มีระบบเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่มีอิทธิพลต่อระบบเศรษฐกิจ เพื่อป้องกันไม่ให้ระบบเศรษฐกิจตกต่ำอย่างรุนแรงอีกครั้ง ในขณะเดียวกัน รัฐบาลไทยต้องพิจารณาช่วงเวลาที่เหมาะสมในการดำเนินการ Exit Strategy ของไทยด้วยเช่นกัน

9) ระบบการกำกับดูแลมีความเข้มงวดมากขึ้น

ถึงแม้ว่าประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจของธนาคารของไทยและธนาคารในภูมิภาคปรับตัวดีขึ้นจากวิกฤติครั้งก่อน เนื่องจากการเพิ่มความเข้มงวดในการกำกับดูแล แต่จากเครื่องชี้วัดยังพบว่าธนาคารไทยยังมีความเข้มแข็งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหรือค่ากลางในบางประการ (ตารางที่ 10) อาทิ อัตราส่วนหนี้ค้างชำระ (NPL) สัดส่วนเงินสำรองหนี้สูญ ดังนั้น ประเทศไทยจึงจำเป็นต้องพัฒนาระบบการกำกับดูแลภาคการเงิน เพื่อให้สอดคล้องกับกระแสการพัฒนาในตลาดการเงิน ดังนี้

9.1 พัฒนาระบบกำกับดูแลให้ครอบคลุมความเสี่ยงทุกประเภท ทั้งในระดับมหภาค และจุลภาค (Macro/Micro prudential Oversight) นอกจากนี้จะต้องเพิ่มความเข้มงวดในการบังคับใช้

9.2 พิจารณาปรับปรุงระบบกำกับดูแลเพื่อต้านกระแสความผันผวนตามวัฏจักรธุรกิจ (Counter-cyclicality) เช่น ศึกษาหาความเหมาะสมในการกันสำรองแบบพลวัต (Dynamic Provisioning) เนื่องจากการศึกษาของกุลกานต์และคณะ (2009) พบว่าระดับของการกันสำรองหนี้สูญของธนาคารพาณิชย์ไทยมีลักษณะ Pro-cyclicality เช่นกัน¹

9.3 พัฒนาระบบกำกับดูแลที่มีความยืดหยุ่น เพื่อให้สามารถปรับเปลี่ยนมาตรการได้อย่างทันท่วงทีเพื่อให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วในกระแสโลกาภิวัตน์

ตารางที่ 10 ตัวชี้วัดภาคสถาบันการเงิน (ร้อยละ)

	Nonperforming Loans to Total Loan		Bank regulatory capital to risk weighted assets		Bank provisions to nonperforming loans		Private sector loans to deposit	
	2000	2008	2000	2008	2000	2008	2000	2008
China	22.4	2.5	13.5	8.2	4.7	115.3	95.2	69.6
Hong Kong	5.9	1.2	17.8	14.7	—	—	66.7	47.3
Indonesia	20.1	3.2	12.5	16.8	36.1	98.5	39.2	80.1
Korea, Republic of	6.6	1.2	10.5	12.7	81.8	155.4	111.5	134.1
Malaysia	9.7	2.2	12.5	12.2	57.2	88.9	108.8	92.8
Philippines	15.1	3.5	16.2	15.7	43.7	86.0	82.0	78.3
Singapore	3.4	1.4	19.6	14.3	87.2	119.9	99.7	85.3
Taiwan	5.3	1.5	10.8	10.8	24.1	76.6	77.5	73.1
Thailand	17.7	5.3	11.9	14.1	47.2	97.9	102.3	97.7
Average⁵	11.8	2.4	13.9	13.3	47.7	104.8	87.0	84.3
Median	9.7	2.2	12.5	14.1	45.5	98.2	95.2	80.1
Euro zone	—	1.5	—	7.9	—	—	135.0	138.5
Japan	5.3	1.5	11.7	12.3	35.5	24.9	58.5	73.9
United States	1.1	2.3	12.4	12.5	146.4	84.7	110.6	109.2

ที่มา: ADB

5.3 ข้อเสนอแนะในการปรับตัวของภาคการเงินไทย

จากการศึกษาแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในบริบททางการเงินของโลก และทิศทางการพัฒนาของภาคการเงินไทย ตลอดจนวิเคราะห์โอกาสและข้อจำกัดในด้านต่างๆ แล้วนั้น สามารถสรุปเป็นข้อเสนอแนะสำหรับภาคการเงินไทย โดยจัดเป็นหมวดหมู่สำคัญ ได้ดังนี้

1. ด้านการดำเนินนโยบาย ให้มีความยืดหยุ่น พร้อมรับการเปลี่ยนแปลงในอนาคต

1.1 ควรทำการศึกษาหาความเหมาะสม ความเป็นไปได้ ข้อจำกัด และเปรียบเทียบระหว่าง การกำหนดเป้าหมายการดำเนินนโยบายการเงินด้วยการ “การรักษาเสถียรภาพของระดับราคา” กับ “การรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน” นอกจากนี้จากการใช้ Macroprudential supervision และราคาสินทรัพย์ควรมีบทบาทมากขึ้นในการดำเนินนโยบายการเงิน

¹ Pro-cyclicality of Financial Sector and Dynamic Provisioning : Case Study of Thailand กุลกานต์ ดันติเตมิท และคณะ(2009) พบว่า “หากประเทศไทยมีอัตราการเติบโตของ GDP เพิ่มขึ้น(ลดลง)ร้อยละ 1 จากไตรมาสก่อนหน้า อัตราการเติบโตของเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์จะเปลี่ยนแปลงลดลง (เพิ่มขึ้น) ประมาณร้อยละ 0.25 จากไตรมาสก่อนหน้า แสดงถึงความเป็น Pro-cyclicality ของการกันสำรองหนี้สูญของธนาคารพาณิชย์ไทยอย่างชัดเจน”

1.2 การดำเนินนโยบายทางการเงินและการคลังควรมีความสอดคล้องกัน ซึ่งรวมถึงนโยบายการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ เพื่อเสริมประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบาย

1.3 ควรดำเนินนโยบายให้สมดุลในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้นและขาลง ไม่ให้เกิดภาวะ Pro-cyclical ในการดำเนินนโยบาย เพื่อป้องกันไม่ให้วัฏจักรธุรกิจผันผวนแรงขึ้น

1.4 กำหนดมาตรการและกระบวนการจัดการแก้ไขปัญหาธุรกิจที่เข้าสู่ภาวะล้มละลายหรือเลิกกิจการ (Credit Resolution) ที่เหมาะสม โดยเฉพาะในกิจการขนาดใหญ่ที่มีความสำคัญต่อระบบการเงิน (Systemically significant) แต่ไม่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของหน่วยงานใดๆ รวมถึงควรพัฒนาระบบเฝ้าระวังความเสี่ยงให้กับองค์กรขนาดใหญ่ เพื่อป้องกันความเสียหายที่จะเกิดขึ้นในวงกว้าง

1.5 ควรหาวิธีการบริหารเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ อาทิ ศึกษาหาความเหมาะสมในการจัดตั้งกองทุนความมั่งคั่งแห่งชาติ (Sovereign Wealth Funds: SWF) เพื่อเป็นเครื่องมือในการลงทุนของรัฐ และช่วยเพิ่มผลตอบแทนของเงินทุนสำรอง รวมทั้งเป็นเครื่องมือเสริมในการรักษาเสถียรภาพค่าเงินบาท

2. ด้านโครงสร้างพื้นฐานทางการเงิน (Financial Infrastructure) ควรมีการพัฒนาทั้งในตลาดเงินและตลาดทุนให้เท่าทันต่อการเปลี่ยนแปลงในภาคการเงิน เพื่อสร้างความเข้มแข็งและนำไปสู่การเติบโตอย่างยั่งยืน

2.1 ควรพัฒนาบุคลากร ให้มีความรู้ความสามารถ ทั้งทางด้านนโยบายการเงิน ด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ด้านตลาดการเงิน และด้านกลยุทธ์การลงทุน เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน

2.2 ควรพัฒนาเทคโนโลยีสารสนเทศและเครื่องมือทางการเงินให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ทั้งทางด้านการจัดเก็บข้อมูลและการวิเคราะห์ความเสี่ยง นอกจากนี้ยังช่วยลดต้นทุนในการบริหารจัดการอีกด้วย

2.3 พัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินให้มีความหลากหลายและความลึกมากขึ้น เพื่อสามารถตอบสนองต่อความต้องการที่หลากหลายของนักลงทุน จากการเปิดเสรีในตลาดการเงิน

2.4 ควรปรับปรุงกฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลระบบการเงินให้มีความครอบคลุมและเข้มงวดมากขึ้น (Macro/Micro Prudential) โดยครอบคลุมความเสี่ยงในระดับจุลภาคของสถาบันการเงิน เช่น ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยงด้านเครดิต ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น และความเสี่ยงในระดับมหภาคที่จะเกิดขึ้นกับระบบ เช่น ความเสี่ยงจากการแพร่กระจายความเสียหายเป็นลูกโซ่ (Systemic Risk) นอกจากนี้ควรพิจารณาขยายขอบเขตการกำกับดูแลให้กว้างขึ้นโดยให้ครอบคลุมถึงบริษัทลูกหรือคู่สัญญาของสถาบันการเงิน จะต้องลดความเป็น Pro-cyclicality ของกฎระเบียบ

3. ด้านการคุ้มครองผู้บริโภคและนักลงทุน

3.1 การสร้างความรู้ความเข้าใจทางการเงิน (Financial Literacy) ให้กับผู้ใช้บริการทางการเงิน โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อย เพื่อให้ผู้ใช้บริการตระหนักถึงความเสี่ยงในระบบการเงิน และมีการลงทุนด้วยความระมัดระวัง ซึ่งจะช่วยให้ความเสียหายในภาคการเงินไม่ลุกลามไปในวงกว้าง

3.2 พัฒนากฎหมายทางการเงิน ให้มีความสมดุลระหว่างการพัฒนาตลาดการเงินและการป้องกันความเสียหายของผู้ร่วมตลาด และควรแก้ไขกฎหมายในส่วนที่เป็นอุปสรรคต่อการปฏิบัติหน้าที่ของหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อให้ภาคการเงินมีความมั่นคงปลอดภัย และเป็นที่ยอมรับของนักลงทุนต่างประเทศ

3.3 พัฒนาการเข้าถึงบริการทางการเงิน เพื่อให้ตลาดการเงินเป็นช่องทางในการออมและการลงทุนของประชาชนทั่วไป และยังช่วยทำให้ทำให้ตลาดการเงินกว้างขึ้นและพัฒนาขึ้น

4. ด้านการกำกับดูแล นั้นควรยึดหลักว่าภาคการเงินที่เข้มแข็งภายใต้กฎระเบียบที่เข้มงวดและเหมาะสมนั้นจะเป็นภูมิคุ้มกันในระดับแรกจากภาวะช็อคทางการเงิน แต่อย่างไรก็ตามกฎระเบียบจะต้องไม่เป็นอุปสรรคต่อการเจริญเติบโตและนวัตกรรมในภาคการเงิน

ห้ยยะ/Lesson learned

จากความเชื่อมโยงระหว่างภาคการเงินกับภาคเศรษฐกิจจริงที่มีมากขึ้น ได้ก่อให้เกิดการปฏิรูปกฎระเบียบและการกำกับดูแล เพื่อรักษาเสถียรภาพในระบบการเงิน แนวโน้มของการปรับตัวที่เกิดขึ้นทั่วโลก ประเทศไทยควรปรับตัวทั้งในระดับโครงสร้างพื้นฐานของภาคการเงินในประเทศและจากมิติของความเชื่อมโยงกับระบบการเงินโลก รวมทั้งการประเมินสถานการณ์แนวโน้มของระบบเศรษฐกิจที่จะส่งผลให้ต้องมีการปรับตัวด้านด้านเงินที่สอดคล้อง

ตารางที่ 11 สรุปแนวโน้ม โอกาส ข้อจำกัด และข้อเสนอแนะ

แนวโน้ม	โอกาส	ข้อจำกัด	ข้อเสนอแนะ
ความเสี่ยงในระบบการเงินมีความซับซ้อนและเชื่อมโยงกันมากขึ้น	สร้างความร่วมมือระหว่างภาครัฐและภาคธุรกิจในการหาแนวทางบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสมร่วมกัน	มีความยากลำบากในการระบุและประเมินความเสี่ยงในธุรกรรมทางการเงินที่มีความซับซ้อน	องค์กรกำกับดูแลและบริหารความเสี่ยงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมถึงผลกระทบของธุรกรรมทางการเงินที่ซับซ้อนหรือนวัตกรรมทางการเงินใหม่ ๆ เพื่อกำหนดแนวทางในการบริหารความเสี่ยงให้ครอบคลุม
ตลาดการเงินปรับตัวเป็น Multiple financial nodes	- ปรับปรุงนโยบายและการกำกับดูแลในเชิงมหภาคให้ครอบคลุมแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงที่จะกระทบต่อระบบการเงิน - สร้างความร่วมมือระหว่างประเทศในภูมิภาค เพื่อสร้างความเข้มแข็งให้ระบบการเงินในภูมิภาค - มีความต้องการลงทุนมากขึ้น	- ความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค - การออกกฎระเบียบเพื่อดำเนินการเปลี่ยนแปลงตามวัฏจักร counter-cyclical เป็นไปได้ยาก เนื่องจากขัดกับความรู้สึกของตลาด	- พัฒนาความลึกของตลาดการเงินให้มากขึ้น - พัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินของไทยเพื่อรองรับเงินทุนที่ไหลเข้าในภูมิภาคเอเชียมากขึ้น - พัฒนาบุคลากรและเทคโนโลยีสารสนเทศและลดต้นทุนในระบบการเงิน ให้สามารถแข่งขันกับประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียมากขึ้น - ควรเปิดโอกาสให้กองทุนในประเทศสามารถไปลงทุนต่างประเทศได้มากขึ้น
ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ มีความผันผวนมากขึ้น	- ปรับปรุงเครื่องมือในการบริหารจัดการกับเงินทุนสำรองและค่าเงิน - ให้ความสำคัญกับเงินตราต่างประเทศสกุลต่าง ๆ หรือสินทรัพย์ในรูปแบบอื่น ๆ มากขึ้น	- พ.ร.บ.เงินตรา พ.ศ.2501 ได้กำหนดสัดส่วนของการถือสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ในเงินทุนสำรองระหว่างประเทศไว้อย่างชัดเจน - คุณสมบัติของเงินตราต่างประเทศอื่น ๆ ยังไม่มีคุณสมบัติใกล้เคียงกับเงินเหรียญสหรัฐ ในการทำธุรกรรมทางเศรษฐกิจ	- ผลักดันการใช้ Sovereign Wealth Fund เพื่อมุ่งลงทุนแสวงหาผลตอบแทนทั้งในและต่างประเทศ รวมทั้งเป็นทางเลือกหนึ่งในการบริหารเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ เพื่อลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท - ควรศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาแนวทางในการพิจารณาปรับปรุงแก้ไข พ.ร.บ. เงินตรา ให้สอดคล้องกับบริบททางการเงินของโลกที่เปลี่ยนแปลงไป - ผ่อนคลายเงื่อนไขการลงทุนในต่างประเทศให้กับนักลงทุนไทย เพื่อช่วยลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท
การเก็งกำไรที่เพิ่มขึ้นในระบบการเงิน	ตลาดการเงินจะมีความลึกมากขึ้น อาทิเช่น ผู้ให้บริการมากขึ้น ผลิตภัณฑ์ทางการเงินมากขึ้น และทางเลือกในการลงทุนที่เพิ่มขึ้น เป็นต้น	- การเผยแพร่ข้อมูลการลงทุน ระบบการจัดเก็บข้อมูลการลงทุนยังไม่มีประสิทธิภาพ และมีต้นทุนในการบริหารจัดการที่สูง - ผู้กำกับดูแลและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดยังขาดความโปร่งใส และธรรมาภิบาลในการใช้ข้อมูลภายใน	ควรกำกับดูแลและเฝ้าระวังอย่างใกล้ชิดในการเก็งกำไรราคาสินทรัพย์ในตลาดต่าง ๆ
การเปิดเสรีทางการเงิน	- ช่วยยกระดับตลาดทุนไทยและระบบธนาคารพาณิชย์ - ขยายฐานผู้ลงทุน - การดูแลปกป้องนักลงทุน - การเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ - ปรับโครงสร้างต้นทุนในด้านต่าง ๆ ตลอดจนโครงสร้างพื้นฐานที่	- ขนาดของตลาดการเงินไทย - การเข้าถึงบริการของตลาดทุน - ความรู้ความเข้าใจของผู้ลงทุน - จำนวนผลิตภัณฑ์ในตลาดการเงิน - ความพร้อมของสถาบันการเงินในประเทศ ทั้งทางด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ บุคลากร และการบริหาร	- ควรพัฒนาบุคลากรทางการเงินให้มีความรู้ ความเข้าใจในตลาดการเงินมากขึ้น - พัฒนากฎระเบียบ และโครงสร้างระบบการเงิน

แนวโน้ม	โอกาส	ข้อจำกัด	ข้อเสนอแนะ
	จำเป็น ทั้งในส่วนของมาตรฐานบัญชี ธรรมชาติของเทคโนโลยี ช่วยลดส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และเงินฝากได้มากขึ้น	ภายในองค์กร	
การเติบโตของกองทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ	- สร้างโอกาสในการลงทุนให้กับกองทุนในประเทศมากขึ้น - โอกาสในการพัฒนาตลาดหุ้นไทยให้เติบโตมากขึ้น - มีเงินทุนไหลเข้าประเทศมากขึ้นเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนของภาคธุรกิจไทย	- บุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญ ในการบริหารกองทุนมีจำกัด - ความลึกของตลาดการเงิน เช่น จำนวนนักลงทุนในตลาดการเงินไทย จำนวนผลิตภัณฑ์ทางการเงินของไทยที่ไม่หลากหลาย	- สร้างมาตรการรองรับความต้องการลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้น - พัฒนาขีดความสามารถของผู้บริหารกองทุนเพื่อให้สามารถกำหนดนโยบายการลงทุนและสร้างผลตอบแทนให้มีความสอดคล้องกับบริบทการเงินใหม่ที่เปลี่ยนแปลงไป - ควรมีการปรับปรุงกฎระเบียบทางการเงินสำหรับกองทุนที่ลงทุนในประเทศและต่างประเทศ โดยกฎระเบียบควรเป็นเครื่องมือในการจำกัดความเสี่ยงต่อเสถียรภาพในระบบการเงินแต่ไม่ควรปิดโอกาสในการลงทุนสำหรับกองทุนของประเทศไทย
การก่อหนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้น	มีเงินทุนในการพัฒนาเพื่อขยายตัวทางเศรษฐกิจ	ประสิทธิภาพของโครงการต่าง ๆ ของรัฐและความร่วมมือจากภาคเอกชน	ควรจัดสรรเงินทุนให้มีประสิทธิภาพ โดยสร้างความร่วมมือระหว่างภาครัฐและภาคเอกชนเพื่อวางแผนการลงทุนร่วมกัน
การปรับตัวจาก Exit Strategy ของประเทศไทย	ได้พัฒนารอบนโยบายในการบริหารจัดการเงินทุนในประเทศ	- การ Exit จะทำให้เศรษฐกิจทรุดลงไปอีก เนื่องจากเศรษฐกิจยังเปราะบาง - แต่หาก Exit เข้าไป จะเป็นการสร้างอุปสงค์เพิ่มขึ้นในตลาด	สร้างความร่วมมือระหว่างภาครัฐและสถาบันการเงินในการหาทางออกร่วมกัน รวมถึงการหารือระหว่างประเทศ
การปฏิรูประบบการกำกับดูแล	- ทบทวนกฎหมายต่าง ๆ ที่ใช้กำกับดูแลในระบบการเงิน ให้มีความสอดคล้องกับแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงใหม่ได้ - การปรับปรุงเครื่องมือในการกำกับดูแลให้มีความเหมาะสม อันได้แก่ กฎระเบียบข้อบังคับมาตรฐานทางบัญชี และเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง - พัฒนาการกำกับดูแลตลาดตราสารอนุพันธ์ ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ - ทบทวนกฎระเบียบระหว่างประเทศ - ทบทวนความสอดคล้องของนโยบายการเงินและการคลังของไทย	- ข้อจำกัดในการปรับนโยบายให้เป็น counter-cyclical macroeconomic policies และการรับมือกับ strong pro-cyclical capital flows - ขาดความพร้อมทางด้านเครื่องมือและบุคลากร ที่ไม่มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการบริหารจัดการความเสี่ยง และความสามารถในการประมาณการณ์ความเสี่ยงอย่างเพียงพอ	- สร้างความร่วมมือระหว่างภาครัฐและภาคการเงิน และบริษัทเอกชน เพื่อแก้ปัญหาภาคเกษตรทางการเงินร่วมกัน - กฎเกณฑ์ในการกำกับดูแลระบบการเงินควรมีการปรับให้มีความสมดุลระหว่างเศรษฐกิจขาขึ้นและเศรษฐกิจขาลง และครอบคลุมระดับจุลภาคและมหภาค - การเผยแพร่ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ระหว่างหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อหาทางป้องกันธุรกรรมทางการเงินที่ข้ามส่วนกัน (Cross Border transaction) - การพัฒนามาตรฐานของสถาบันจัดอันดับของไทยให้ทัดเทียมกับต่างประเทศ

บทสรุป

รายงานฉบับนี้ชี้ให้เห็นถึงที่มาของปัญหาวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2551 จากจุดเริ่มต้นที่เป็นเพียงปัญหาของภาคการเงิน แต่ความสำคัญของภาคการเงินที่เพิ่มขึ้นจากเดิมเป็นเพียงส่วนสนับสนุนให้ระบบเศรษฐกิจสามารถขับเคลื่อนไปได้ แต่ในปัจจุบันการดำเนินการทางการเงินเป็นเสมือนสินทรัพย์ประเภทหนึ่งในกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ประกอบกับความเกี่ยวเนื่องกันระหว่างภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริง ดังนั้นเมื่อตลาดการเงินเกิดความล้มเหลว (Market Failure) ขึ้น ประกอบกับปัจจัยภายนอกที่ส่งผลต่อกิจกรรมในภาคเศรษฐกิจจริง อาทิ Moral Hazard และข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์ ซึ่งสามารถส่งผลต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน และการทำหน้าที่ของระบบการเงินได้ โดยอาจก่อให้เกิดภาวะตื่นตระหนก (Panic) ธนาคารล้ม ภาวะฟองสบู่ของสินทรัพย์ การขยายตัวบนพื้นฐานของหนี้สินที่สูงเกินไป การบริหารความเสี่ยงที่ไม่มีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นการสะท้อนถึงความสัมพันธ์ระหว่างระบบเศรษฐกิจและระบบการเงินที่เชื่อมโยงกันอย่างใกล้ชิด และมีการพึ่งพาซึ่งกันและกัน และรายงานยังได้นำเสนอผลกระทบของวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นต่อภาคส่วนต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจของโลก ความรุนแรงและการแพร่กระจายของความเสียหาย จากนั้นได้เสนอถึงบริบทใหม่ในภาคการเงินที่จะเปลี่ยนโฉมหน้าไปภายหลังการเกิดวิกฤติ ตลอดจนแนวโน้มการปรับตัวในภาคการเงินในอนาคต และท้ายสุดได้ให้ข้อเสนอแนะแนวทางในการปรับตัวของภาคการเงินของไทย เพื่อให้สามารถเผชิญกับความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตและสามารถแข่งขันได้ในตลาดการเงินโลก

จากผลกระทบที่รุนแรงของวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 2551 ทำให้ทั่วโลกตระหนักถึงการสร้างระบบธรรมาภิบาลในภาคการเงินโลก (Global Financial Governance) เพื่อสร้างเสถียรภาพให้ระบบการเงินโลก ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ที่มีสมมติฐานของตลาดการเงินที่สมบูรณ์ การกำกับดูแลตนเอง ความยืดหยุ่นและความมีเสรีของระบบตลาดไม่สามารถนำมากล่าวอ้างได้อีกต่อไป หากแต่ควรเพิ่มระดับของการกำกับดูแลภายใต้ภาวะการเปิดเสรีทางการเงิน การพัฒนาของตลาดการเงินส่งผลให้เกิดการพึ่งพาระหว่างประเทศต่างๆ ในเมื่อตลาดการเงินขยายขึ้นเป็นตลาดระดับโลก ดังนั้นการกำกับดูแลจะต้องขยายขึ้นเป็นการกำกับดูแลในระดับโลก รวมไปถึงการสร้างเสถียรภาพให้เกิดขึ้นในระดับภูมิภาคและระดับประเทศด้วยเช่นกัน เพื่อให้ระบบเศรษฐกิจการเงินมีประสิทธิภาพและเจริญเติบโตได้อย่างยั่งยืนต่อไปในอนาคต

ถึงแม้จะมีเครื่องมือที่ดีที่สุดในการพยากรณ์และประมาณการ แต่เป็นการยากที่จะรู้ได้ว่า วิกฤติครั้งใหม่จะเกิดขึ้นเมื่อใดและอย่างไร และที่สำคัญวิกฤติในอดีตหลายครั้งบ่งชี้ว่าวิกฤติที่จะเกิดขึ้นในอนาคตนั้นจะปรากฏอาการและลักษณะของปัญหาที่แตกต่างไปจากครั้งที่ผ่าน ๆ มา แต่แนวทางที่เราจะต้องเตรียมการอย่างเร่งด่วนเพื่อรับมือกับสถานการณ์ในอนาคต คือ การสร้างระบบภูมิคุ้มกันความเสี่ยง การเตรียมพร้อมถึงทางออกในแก้ปัญหาหากมีวิกฤติเกิดขึ้น รวมทั้งมาตรการในการลดผลกระทบ และมีนโยบายหรือมาตรการที่ยืดหยุ่นที่สามารถจะรับมือกับสถานการณ์ที่จะเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว (Schwarcz, Understanding the Subprime Financial Crises, 2008)



บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน : ภาพสะท้อนการเปลี่ยนแปลงภาคการเงินของไทย

Flow of Funds: The Reflection of Financial changes in Thailand

เสาวนีย์ ภู่อัสกุล
อุดมสุข เขียวพงศ์

เอกสารประกอบการสัมมนา
โดย สำนักบัญชีประชาชาติ
สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน : ภาพสะท้อนการเปลี่ยนแปลงภาคการเงินของไทย¹

บทนำ

ปัจจุบันมีดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจหลายๆ แบบ ที่ใช้วัดสถานะเศรษฐกิจของประเทศ เพื่อหน่วยงานองค์กรทั้งของภาครัฐและเอกชนสามารถนำไปใช้ประกอบในการวางกรอบนโยบายที่จะกำหนดทิศทางการพัฒนาประเทศหรือองค์กรให้เจริญเติบโตได้อย่างยั่งยืน โดยสถิติข้อมูลและดัชนีตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจที่คนส่วนใหญ่รู้จักกันดี คือ ระบบบัญชีประชาชาติ ซึ่งองค์การสหประชาชาติได้รวมกลุ่มประเทศที่มีการจัดทำเครื่องมือชี้วัดการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ร่วมกันพัฒนารอบแนวคิดและวิธีการจัดทำบัญชีต่างๆ ในระบบบัญชีประชาชาติ ให้สอดคล้องและครอบคลุมกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งหลายอย่างสมบูรณ์ถูกต้องมาโดยลำดับ บัญชีประชาชาติประกอบด้วย 5 บัญชีหลัก ได้แก่ บัญชีรายได้ประชาชาติ (National Income Account) ตารางปัจจัยการผลิตและผลผลิต (Input Output Table) บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน (Flow of Funds Accounts) บัญชีงบดุลแห่งชาติ (National Balance Sheets) และดุลการชำระเงิน (Balance of Payments) ในการจัดทำรายงานการศึกษาครั้งนี้ จะกล่าวถึงเฉพาะการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของประเทศไทย เพื่อแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างการออมและการลงทุน กับกิจกรรมทางการเงินของภาคเศรษฐกิจต่างๆ โดยแสดงแหล่งที่มาของเงินทุน และการใช้เงินทุน โดยผ่านเครื่องมือทางการเงินประเภทต่างๆ เช่น เงินสด เงินฝากธนาคาร พันธบัตร หุ้นทุน หุ้นกู้ และสินเชื่อการจำนอง เป็นต้น

ปัจจุบันข้อมูลบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยมีรอบระยะเวลาการเผยแพร่ 15 เดือนนับจากปีอ้างอิง โดยรายงานฉบับล่าสุดคือ ข้อมูลปี 2550 ที่เผยแพร่ในเดือนมีนาคม 2552 จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้การศึกษานี้สามารถนำเสนอให้เห็นภาพการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนได้เพียงในช่วงเวลาก่อนที่จะเกิดวิกฤตการเงินของโลกในครั้งล่าสุดนี้ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ก็สามารถสะท้อนให้เห็นภาพการเปลี่ยนแปลงทางการเงินของประเทศโดยเฉพาะในช่วงก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ได้เป็นอย่างดีด้วยข้อจำกัดดังกล่าวผู้จัดทำจึงใช้ข้อมูลในการศึกษาตั้งแต่ปี 2533-2550 จำนวนเวลา 18 ปี โดยแบ่งช่วงเศรษฐกิจเป็น 3 ช่วงคือ ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (2533-2538) ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (2539-2544) และช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (2545-2550)

ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ภาวะเศรษฐกิจของไทยมีอัตราการขยายตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องหลายปี เป็นผลจากการพึ่งพาเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศไหลเข้ามาในประเทศเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้การบริโภคและการลงทุนในประเทศขยายตัวอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ แต่จากการบริหารจัดการทางการเงินที่ขาดประสิทธิภาพ ประกอบกับความสามารถในการแข่งขันของประเทศตกต่ำเนื่องจากในช่วงเดียวกันประเทศจีนได้ปรับเปลี่ยนนโยบายทางด้านเศรษฐกิจมาผลิตสินค้าในระบบตลาดและส่งออกสู่ตลาดโลกมากขึ้น การส่งออกของประเทศไทยจึงซบเซาลง ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลสูง ส่งผลให้เศรษฐกิจไทยประสบปัญหาวิกฤตอย่างรุนแรงในปี 2540 ซึ่งปัญหาดังกล่าวมีผลกระทบต่อการดำเนินงานของสถาบันการเงินและความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจไทย ก่อให้เกิดการเก็งกำไรค่าเงินบาท จนภาครัฐต้องเข้ามาแก้ไข

¹ ผู้เขียนขอขอบคุณผู้บริหารและเจ้าหน้าที่สายเศรษฐกิจมหภาคทุกท่านสำหรับการสนับสนุนด้านข้อมูลและความคิดเห็นให้เอกสารมีความสมบูรณ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ผอ.นพพร มนูญผล สำหรับข้อชี้แนะและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ สำหรับความคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นของผู้เขียน สำนักระบบบัญชีประชาชาติ ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

ด้วยการประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศจากระบบตะกร้าของเงินตราระหว่างประเทศสกุลที่สำคัญ เป็นระบบลอยตัวที่มีการจัดการ (Managed Float) แต่ไม่ได้ช่วยให้ความเชื่อมั่นในระบบสถาบันการเงินดีขึ้น ทั้งยังประสบปัญหาถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัดลำดับ ดังนั้นปัญหาจึงยิ่งทวีความรุนแรง กิจการบริษัทเงินทุน 56 แห่งถูกปิดกิจการลง ประเทศไทยจำเป็นต้องขอความช่วยเหลือทางวิชาการจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศและเข้าสู่แผนฟื้นฟูเศรษฐกิจ หลังจากนั้นเศรษฐกิจไทยจึงค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นตามลำดับ ภาคการผลิตเกือบทุกสาขาได้รับแรงกระตุ้นจากการส่งออกที่เริ่มกลับมาขยายตัวอีกครั้ง และผลจากมาตรการการกระตุ้นการใช้จ่ายภาครัฐในการเพิ่มอุปสงค์ภายในประเทศ ถึงแม้ว่าเศรษฐกิจโลกชะลอตัวในปี 2543 และเกิดสงครามระหว่างประเทศสหรัฐอเมริกากับประเทศอิรัก ในปี 2546 ก็ตาม

เหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจครั้งนั้น ส่งผลกระทบให้ความเชื่อมั่นของประชาชนต่อระบบสถาบันการเงินของประเทศลดลง ดังนั้นรัฐบาลจึงเข้ามาดำเนินมาตรการต่างๆ เพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤตการณ์ดังกล่าว ประกอบกับเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศไว้ รัฐบาลจึงต้องเข้ามามีบทบาทในการเสริมสภาพคล่องให้กับสถาบันการเงิน การให้ความช่วยเหลือแก่ผู้ฝากเงินและเจ้าหน้าที่ของสถาบันการเงิน การเข้ารับชำระหนี้แทนสถาบันการเงิน การเพิ่มทุนของสถาบันการเงิน ตลอดจนการเข้าดำเนินการเกี่ยวกับสินทรัพย์ด้อยคุณภาพหรือสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของสถาบันการเงิน (NPL) เป็นต้น และหลังจากที่รัฐบาลได้ดำเนินการตามมาตรการเพื่อฟื้นฟูเสถียรภาพและกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศแล้ว ส่งผลทำให้ระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศฟื้นตัวดีขึ้นตามลำดับ มีการส่งออกเพิ่มมากขึ้นในปี 2542-2543 ซึ่งนับเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ นอกจากนี้ภาคสถาบันการเงินเริ่มมีการผ่อนคลายความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ โดยเฉพาะธนาคารของรัฐ เช่น ธนาคารออมสิน ธนาคารอาคารสงเคราะห์ และธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตามในช่วงปลายปี 2543-2544 เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงส่งผลกระทบต่อ การส่งออกของไทย ดังนั้นการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของประเทศจึงช้าลงกว่าที่วางแผนไว้ และมีการปรับตัวขึ้นอีกครั้งในช่วงปี 2545-2546 จากการขยายตัวของอุปสงค์ภายในประเทศและการลงทุนภาคเอกชน รวมทั้งการส่งออกที่ปรับตัวสูงขึ้น ถึงแม้ว่าจะเกิดสงครามระหว่างสหรัฐอเมริกากับอิรัก และการระบาดของโรค SARS แต่ต่อมาในปี 2547 อุปสงค์ภายในประเทศและการลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวลงในขณะที่อุปสงค์ต่างประเทศยังอยู่ในเกณฑ์ดี ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกสูงเป็นประวัติการณ์ การขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ในเกณฑ์ที่ค่อนข้างสูงต่อเนื่องจากปีก่อน จนกระทั่งปี 2550 ที่เกิดการชะลอตัวของอุปสงค์ทั้งภายในและภายนอกประเทศ อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มต่ำลงตามการปรับลดของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทำให้ประชาชนส่วนใหญ่หันไปลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งของภาครัฐและภาคเอกชนที่มีการออกหุ้นทุนและตราสารหนี้ประเภทตัวแลกเงินเพิ่มมากขึ้น และมีการออมกับทางเลือกอื่นเช่น ประกันชีวิต กองทุนบำเหน็จบำนาญและการประกันสังคมเพิ่มขึ้น

เอกสารประกอบการประชุมเชิงวิชาการด้านเศรษฐกิจมหภาคและบัญชีประชาชาติ ประจำปี 2552 เรื่องจากวิกฤตการเงินโลกกับการเปลี่ยนแปลงภาคการเงินของไทย ฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์ในการนำเสนอให้ทุกภาคส่วนมีความเข้าใจต่อข้อมูลบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของประเทศไทย ที่สามารถอธิบายให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงของตลาดเงินตลาดทุนในช่วงเวลาต่างๆ โดยยกตัวอย่างกรณีเปรียบเทียบเหตุการณ์เกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีผลกระทบต่อโครงสร้างภาคการเงินของประเทศ ในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนจะมีการเปลี่ยนแปลงหรือไม่ อย่างไร ซึ่งเอกสารฉบับนี้ มีสาระสำคัญประกอบด้วย 4 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน คืออะไร ส่วนที่ 2 รูปแบบของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทย ส่วนที่ 3 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนไทยก่อนวิกฤต ช่วงวิกฤตและหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 และส่วนที่ 4 แนวทางการพัฒนาบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยในอนาคต

ส่วนที่ 1 บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน คืออะไร

แนวคิดพื้นฐานของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน

Professor Morris Copeland แห่งมหาวิทยาลัย Cornell เป็นผู้ริเริ่มในการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนและจัดทำหนังสือเรื่อง A Study of Money Flow in the United States ในปี ค.ศ. 1951 ซึ่งเป็นการวางรากฐานเพื่อการพัฒนาบัญชีนี้ บัญชีที่ Copeland สร้างขึ้น ได้ให้ความสนใจเกี่ยวกับความเคลื่อนไหวของเงินสด โดยเฉพาะปริมาณเงินที่หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ หลังจากนั้นธนาคารกลางของสหรัฐฯ ก็ได้พัฒนางานนี้ และได้เปลี่ยนระบบบัญชีจากเกณฑ์เงินสด (Cash Basis) เป็นเกณฑ์เงินคงค้าง (Accrual Basis) แทน ซึ่งสอดคล้องกับระบบบัญชีประชาชาติ ที่องค์การสหประชาชาติได้จัดวางระบบบัญชีประชาชาติขึ้น (System of National Accounts) ต่อมาได้รวบรวมบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนให้เป็นหนึ่งในห้าบัญชีหลักของระบบบัญชีประชาชาติ

บัญชีเศรษฐกิจเงินทุนในประเทศไทย มีชื่อเรียกเป็นภาษาอังกฤษว่า Flow of Funds Accounts โดยบัญชีนี้ใช้ชื่อเรียกแตกต่างกันในแต่ละประเทศ เช่น Capital Finance Accounts, Financial Accounts, Financial Flow Accounts และ Capital Transactions Accounts เป็นต้น

บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน เป็นบัญชีที่แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างการออมและการลงทุน กับกิจกรรมทางการเงินของภาคเศรษฐกิจต่าง ๆ โดยแสดงการเคลื่อนย้ายเงินทุน ซึ่ง “เงินทุน” ในที่นี้ หมายถึงปริมาณเงินและเครดิตที่เคลื่อนย้ายจากภาคเศรษฐกิจที่เกินดุลเงินออมไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่ขาดแคลนเงินออม โดยผ่านเครื่องมือทางการเงินประเภทต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจ เช่น เงินสด เงินฝากธนาคาร เงินกู้ยืม การซื้อขายตราสารหนี้และตราสารทุน เป็นต้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า เป็นบัญชีที่แสดงให้เห็นถึงเงินออมที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นตัวเลขที่คำนวณได้จากบัญชีรายได้ประชาชาติ (National Income Accounts) ว่ามีการนำไปใช้เป็นแหล่งเงินทุน (Source of Fund) ของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและสินทรัพย์ทางการเงินในแต่ละภาคเศรษฐกิจอย่างไร การนำเสนอข้อมูลในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนจะเน้นเฉพาะธุรกรรมทางการเงิน (Financial Transactions) ที่แสดงให้เห็นการเปลี่ยนแปลงทั้งด้านการใช้ไปของเงินทุน (Uses of Funds หรือ Acquisition of Financial Assets) และด้านแหล่งที่มาของเงินทุน (Source of Funds หรือ Incurrence of Liabilities) ของแต่ละภาคเศรษฐกิจ โดยแหล่งที่มาของเงินทุน เป็นการบันทึกรายการด้านเจ้าหนี้ (Credit) โดยเครื่องหมายเป็นบวก หมายถึงการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน และเครื่องหมายเป็นลบ หมายถึงการลดลงของหนี้สิน หรือเกิดจากการชำระหนี้ ส่วนการใช้ไปของเงินทุน เป็นการบันทึกรายการด้านลูกหนี้ (Debit) ซึ่งเกิดจากการเพิ่มหรือลดของสินทรัพย์ทางการเงินของภาคเศรษฐกิจนั้น (ดูรูปแบบตารางที่ 1)

ตารางที่ 1
ตัวอย่างตารางบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของประเทศไทย

(MILLIONS OF BAHT)

	NON- FINANCIAL CORPOR- ATION	FINANCIAL CORPOR- ATION	GENERAL GOVERN- MENT	HOUSE- HOLDS & NPISHs	REST OF THE WORLD	TOTAL
A. NON FINANCIAL ACCOUNT						
1. GROSS SAVING						
2. GROSS CAPITAL FORMATION						
3. PURCHASE OF LAND (NET)						
4. STATISTICAL DISCREPANCY						
5. TOTAL SURPLUS OR DEFICIT (-) (1-2-3-4)						0
B. FINANCIAL ACCOUNT						
I. NET ACQUISITION OF FINANCIAL ASSETS						
1. MONETARY GOLD AND SDRs						
2. CURRENCY AND DEPOSITS						
3. SECURITIES OTHER THAN SHARES						
4. LOANS						
5. SHARES AND OTHER EQUITY						
6. INSURANCE TECHNICAL RESERVES						
7. OTHER ACCOUNTS RECEIVABLE						
II. NET INCURRENCE OF LIABILITIES						
1. MONETARY GOLD AND SDRs						
2. CURRENCY AND DEPOSITS						
3. SECURITIES OTHER THAN SHARES						
4. LOANS						
5. SHARES AND OTHER EQUITY						
6. INSURANCE TECHNICAL RESERVES						
7. OTHER ACCOUNTS PAYABLE						
III. FINANCIAL SURPLUS OR DEFICIT (I-II)						0
C. SECTOR DISCREPANCY (A5-BIII.)						0

ความสัมพันธ์ระหว่างบัญชีรายได้ประชาชาติกับบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน

ในระบบเศรษฐกิจประกอบด้วย ภาคเศรษฐกิจจริง (Real Sector) และภาคสถาบันการเงิน (Financial Sector) โดยภาคเศรษฐกิจจริง หมายถึงภาคเศรษฐกิจที่ทำการผลิตสินค้าและบริการที่มีการใช้จ่ายต่าง ๆ โดยแสดงรายละเอียดของผลผลิต ผลตอบแทนปัจจัยการผลิต การบริโภค การลงทุนหรือสะสมทุนรวม การส่งออกสุทธิ รวมทั้งเงินออม ในภาพรวมของประเทศและจำแนกเป็นภาคสถาบันเศรษฐกิจ ซึ่งประกอบด้วย ภาคครัวเรือน ภาคธุรกิจ ภาครัฐบาล และภาคต่างประเทศ ข้อมูลส่วนนี้จะถูกบันทึกในบัญชีรายได้ประชาชาติ ส่วนภาคสถาบันการเงิน หมายถึงภาคเศรษฐกิจที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับธุรกิจด้านการเงินที่เป็นตัวกลางทางการเงินระหว่างผู้กู้และผู้ให้กู้ หรือทำหน้าที่บริการเสริมสถาบันการเงินหรือธุรกิจประกันภัยและกองทุนบำเหน็จบำนาญ เช่น ธุรกิจธนาคารที่รับฝากเงิน ธุรกิจประกันภัย โรงรับจำนำ สหกรณ์ กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ (กบข.) กองทุนประกันสังคม และสถาบันการเงินอื่นๆ เป็นต้น

ข้อมูลเงินออมจากบัญชีรายได้ประชาชาติ ถูกนำไปแสดงกระจายตามภาคเศรษฐกิจต่างๆ ในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน รวมทั้งข้อมูลการลงทุน (ค่าซื้อสินทรัพย์ถาวร และส่วนเปลี่ยนแปลงสินค้าคงเหลือ และการซื้อที่ดินสุทธิ) จะเห็นภาพส่วนแตกต่างระหว่างเงินออมและการลงทุน (Surplus or Deficit) ในแต่ละภาคเศรษฐกิจ โดยในระบบเศรษฐกิจรวม¹ (Whole Economy) เงินออมจะเท่ากับการลงทุน แต่ในภาคเศรษฐกิจย่อย เงินออมไม่จำเป็นต้องเท่ากับการลงทุน ถ้าภาคเศรษฐกิจใดการลงทุนมีมากกว่าเงินออมก็หมายถึงภาคเศรษฐกิจนั้นขาดแคลนเงินออม จึงต้องกู้ยืมจากภาคเศรษฐกิจอื่น ซึ่งความต้องการเงินทุนนั้นยังครอบคลุมถึงการนำไปลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินอีกด้วย ดังนั้นการให้กู้สุทธิของแต่ละภาคเศรษฐกิจจะเท่ากับเงินที่ให้กู้ หักด้วยเงินที่กู้มา ซึ่งการให้กู้สุทธิของแต่ละภาคเศรษฐกิจจะเป็นบวกหรือลบขึ้นอยู่กับสถานการณ์ความต้องการเงินทุน และระดับเงินออมในช่วงเวลาเดียวกันว่ามีเพียงพอหรือไม่

บัญชีเศรษฐกิจเงินทุนบันทึกค่าการเปลี่ยนแปลง (ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง) หรือค่ากระแส (Flow) ของการกู้ยืมและการให้กู้ยืมระหว่างภาคสถาบันดังกล่าวข้างต้น โดยผ่านเครื่องมือทางการเงินประเภทต่างๆ โดยรอบระยะเวลาที่แสดงข้อมูลคือ 1 ปี

ความสัมพันธ์ระหว่างบัญชีรายได้ประชาชาติกับบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน ที่กล่าวถึงข้างต้นสามารถแสดงให้เห็นในรูปของสมการ ทั้งนี้โดยเพิ่มรายการเงินโอนสุทธิ (Ti) และรายการเกินดุลหรือขาดดุล (Fi) เข้ามาในสมการด้วย โดยสมมติให้ระบบเศรษฐกิจแบ่งออกเป็น 4 ภาคเศรษฐกิจ คือ ภาคครัวเรือน ภาคธุรกิจ ภาครัฐบาล และภาคต่างประเทศ ซึ่งรายละเอียดจะเห็นได้จากตารางข้างล่าง ดังนี้

จากสมการรายได้ประชาชาติ

$$\begin{array}{llll} Y & = & C + I + (X - M) \\ \text{หรือ} & Y - C - I - (X - M) & = & 0 \\ \text{โดย} & Y & = & \text{รายได้ประชาชาติ} \\ & C & = & \text{ค่าใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภค (Consumption Expenditure) ของภาคเอกชน และภาครัฐบาล} \\ & I & = & \text{การลงทุน (Investment) ของภาคเอกชนและภาครัฐบาล} \end{array}$$

¹ บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน นับภาคต่างประเทศเป็นส่วนหนึ่งของระบบเศรษฐกิจรวม

$$X = \text{มูลค่าการส่งออก (Export)}$$

$$M = \text{มูลค่าการนำเข้า (Import)}$$

สามารถกระจายออกเป็นสมการย่อยได้ ดังนี้

ภาคเศรษฐกิจ	รายได้	เงินโอนสุทธิ		รายจ่าย	การลงทุน		ส่งออก/นำเข้า	การเกินดุล/ขาดดุลเงินออม	
ครัวเรือน	Y1	+	T1	-	C1	-	I1	-	= F1
ธุรกิจ	Y2	+	T2		-	-	I2	-	= F2
รัฐบาล	Y3	+	T3	-	C3	-	I3	-	= F3
ต่างประเทศ		+	T4		-	-	-	(X - M)	= F4
	Y	+	0	-	C	-	I	-	(X - M) = 0

ส่วนนี้จะปรากฏอยู่ในส่วนบนของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทย (Non - Financial Account) ซึ่งเป็นด้านที่มีใช้การเงิน (ดูรายละเอียดจากตารางที่ 1) โดยเริ่มต้นที่รายการเงินออมเบื้องต้น จากสมการนี้แสดงให้เห็นว่า ภาคครัวเรือน มีการเกินดุลหรือขาดดุลเงินออม (F1) จะเท่ากับรายได้ (Y1) บวกด้วยเงินโอนสุทธิ (T1) หักด้วยรายจ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภค (C1) และหักด้วยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (I1) และเช่นเดียวกันกับภาครัฐบาล ส่วนภาคธุรกิจ การเกินดุลหรือขาดดุล (F2) จะเท่ากับกำไรจากการประกอบการ (Y2) บวกด้วยเงินโอนสุทธิ (T2) โดยไม่มีรายจ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภค และหักด้วยการลงทุน (I2) และภาคต่างประเทศการเกินดุลหรือขาดดุล (F4) จะเท่ากับรายได้ ซึ่งเกิดจากผลตอบแทนปัจจัยการผลิตสุทธิ คือ ดอกเบี้ย เงินปันผล ส่วนแบ่งกำไร เป็นต้น หรือเงินโอนสุทธิ (T4) บวกด้วยมูลค่านำเข้า (M) หักด้วยมูลค่าการส่งออก (X) ของสินค้าและบริการที่ได้จากบัญชีดุลการชำระเงินของประเทศ เมื่อรวมทั้งระบบเศรษฐกิจ ผลบวกของเงินโอนจะเท่ากับศูนย์ และผลรวมของยอดเกินดุลและขาดดุลจะเท่ากับศูนย์เช่นกัน

ส่วนด้านการเงินของบัญชี (Financial Account) ซึ่งอยู่ในส่วนล่างของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน จะแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงด้านสินทรัพย์ (Uses of Funds) และหนี้สินทางการเงิน (Source of Funds) ของแต่ละภาคเศรษฐกิจ โดยผ่านเครื่องมือทางการเงินประเภทต่าง ๆ และเพื่อความสอดคล้องกับการเกินดุลและขาดดุลดังกล่าวข้างต้น ส่วนต่างระหว่างยอดสินทรัพย์และหนี้สินทางการเงินของแต่ละภาคเศรษฐกิจ ย่อมจะต้องเท่ากับการเกินดุลหรือขาดดุลที่คำนวณได้จากส่วนบนของบัญชีของภาคเศรษฐกิจนั้นๆ

โครงสร้างความสัมพันธ์ของระบบบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน

$$\begin{aligned} \text{GS} &= \text{GI} + \text{D} & (1) \\ \text{GS} &= (\text{CE} + \text{NFI}) + \text{D} & (2) \\ \text{GS} &= \text{CE} + (\text{NAFA} - \text{NIL}) + \text{D} & (3) \\ \text{GS} + \text{NIL} &= \text{CE} + \text{NAFA} + \text{D} & (4) \\ (\text{Source of Funds}) &= (\text{Uses of Funds}) & (5) \end{aligned}$$

โดย	GS	คือ	เงินออมเบื้องต้น (Gross Saving)
	GI	คือ	การลงทุนเบื้องต้น (Gross Investment)
	CE	คือ	การลงทุนด้านสินทรัพย์ถาวร (Capital Expenditures)
	NFI	คือ	การลงทุนสุทธิทางการเงิน (Net Financial Investment)

NAFA	คือ	สินทรัพย์ทางการเงินสุทธิ (Net Acquisition of Financial Assets)
NIL	คือ	หนี้สินทางการเงินสุทธิ (Net Increase in Liabilities)
D	คือ	ค่าสถิติคลาดเคลื่อน (Discrepancy)

จากสมการข้างต้น แสดงให้เห็นถึงความสมดุลในระบบเศรษฐกิจ การออมเบื้องต้น เท่ากับ การลงทุนเบื้องต้นบวกด้วยค่าสถิติคลาดเคลื่อน (ค่าบวกหรือค่าลบ) (ดังสมการที่ 1) ซึ่งการลงทุนเบื้องต้นในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนจะประกอบด้วย 2 ส่วนคือ การลงทุนด้านสินทรัพย์ถาวร (CE) และการลงทุนสุทธิทางการเงิน (NFI) (ดังสมการที่ 2) โดยการลงทุนสุทธิทางการเงิน คือ ผลต่างระหว่างสินทรัพย์ทางการเงินและหนี้สินทางการเงิน (ดังสมการที่ 3) ดังนั้น หากนำการออมเบื้องต้นบวกด้วยการเพิ่มขึ้น/ลดลงของหนี้สินทางการเงิน แล้ว จะเท่ากับ การลงทุนทางด้านสินทรัพย์ถาวรบวกด้วยการเพิ่มขึ้น /ลดลงของการได้มาของสินทรัพย์ทางการเงินและค่าสถิติคลาดเคลื่อน (ดังสมการที่ 4) ซึ่งสรุปได้ว่า แหล่งที่มาของเงินทุน (Source of Funds) จะเท่ากับการใช้ไปของเงินทุน (Uses of Funds) (ดังสมการที่ 5)

ส่วนที่ 2 รูปแบบของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทย

ในปี 2518 สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) และธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้ร่วมกันจัดทำโครงการศึกษาและจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยข้อมูลปี 2515 เป็นครั้งแรก ตามระบบบัญชีประชาชาติ ค.ศ. 1968 (System of National Accounts 1968: 1968 SNA) ต่อมา สศช. มีหน้าที่จัดทำและเผยแพร่บัญชีเศรษฐกิจเงินทุนเป็นประจำ โดย ธปท. สนับสนุนข้อมูลของสถาบันการเงินที่กำกับดูแลให้กับ สศช. เป็นประจำ

ปี 2552 สศช. โดยสำนักบัญชีประชาชาติ ได้พัฒนาการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยข้อมูลตั้งแต่ปี 2546-2550 ตามระบบบัญชีประชาชาติ ค.ศ. 1993 โดยมีรูปแบบรายละเอียดของบัญชี ดังนี้

การจำแนกภาคเศรษฐกิจเป็น 5 สถาบัน ได้แก่

1. ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (Non-Financial Corporations Sector) ประกอบด้วย ธุรกิจที่เป็นนิติบุคคล กิจนิติบุคคล และรัฐวิสาหกิจที่ดำเนินกิจการที่ไม่เกี่ยวกับการเงิน

2. ภาคสถาบันการเงิน (Financial Corporations Sector) ประกอบด้วยกิจการที่ทำหน้าที่เกี่ยวกับธุรกิจด้านการเงิน ด้วยการก่อหนี้และจัดหาสินทรัพย์ทางการเงิน ซึ่งแบ่งเป็น 3 กลุ่ม คือ

1) ธนาคารกลาง (Central Bank) คือ ธนาคารแห่งประเทศไทย โดยข้อมูลก่อนหน้าปี 2550 ได้รวมกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงินไว้ด้วย

2) สถาบันรับฝากเงินอื่น (Other Depository Corporations) ประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน สหกรณ์ออมทรัพย์ สถาบันการเงินเฉพาะกิจ (ซึ่งประกอบด้วย ธนาคารออมสิน ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้าแห่งประเทศไทย ธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมแห่งประเทศไทย และธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทย)

3) สถาบันการเงินอื่น (Other Financial Corporations) ประกอบด้วย สถาบันการเงินนอกเหนือจากที่กล่าวมาแล้ว ได้แก่ กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันวินาศภัย กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ สหกรณ์การเกษตร โรงรับจำนำ บริษัทประกันสินเชื่ออุตสาหกรรมขนาดย่อม บริษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงิน บริษัทตลาดรองสินเชื่อที่อยู่อาศัย และบริษัทบริหารสินทรัพย์ไทย

3. ภาครัฐบาล (General Government Sector) ประกอบด้วย รัฐบาลกลาง รัฐบาลส่วนท้องถิ่น และหน่วยงานรัฐวิสาหกิจที่มีสถานะเป็นสถาบันรัฐบาล

4. ภาคครัวเรือนและสถาบันไม่แสวงหากำไรที่ให้บริการครัวเรือน (Households and Non-Profit Institution Serving Households Sector) ประกอบด้วย ครัวเรือนที่หัวหน้าครอบครัวเป็นบุคคลที่ได้รับเงินเดือน ค่าจ้าง ค่าตอบแทน และสถาบันไม่แสวงหากำไรที่ให้บริการครัวเรือน เช่น สมาภคชาต มูลนิธิ สมาคม สโมสร เป็นต้น

5. ภาคต่างประเทศ (Rest of the World Sector) ประกอบด้วย เอกชน นิติบุคคล ที่อยู่นอกประเทศไทย รัฐบาลของประเทศอื่น รวมทั้งองค์การระหว่างประเทศที่ทำธุรกรรมกับประเทศไทย

การจำแนกรายการ บัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยในแต่ละภาคเศรษฐกิจ มีการจำแนกรายการออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ คือ

1. รายการด้านที่มีใช้การเงิน (Non-Financial Transaction) เป็นการแสดงเงินออมและการลงทุนของแต่ละภาคเศรษฐกิจในรอบปี ซึ่งมีรายการสำคัญๆ ดังนี้

1) การออมเบื้องต้น (Gross Savings) แสดงการออมของแต่ละภาคเศรษฐกิจในระยะเวลา 1 ปี เงินออมของแต่ละภาคเศรษฐกิจได้มาจากรายได้หักด้วยค่าใช้จ่ายเพื่อการบริโภค (ซึ่งไม่รวมค่าเสื่อมราคา) และบวกด้วยเงินโอน/เงินอุดหนุนสุทธิ

2) การสะสมทุนเบื้องต้น (Gross Capital Formation) แสดงถึงรายจ่ายที่เกิดขึ้นเพื่อให้ได้มาซึ่งทรัพย์สินประเภททุนถาวรที่มีอายุใช้งานเกินกว่า 1 ปี ประกอบด้วย เครื่องจักร เครื่องมือ อุปกรณ์ สิ่งก่อสร้าง และการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของสินทรัพย์คงคลัง การบันทึกการรายการสินค้าประเภททุนในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนเป็นการบันทึกมูลค่าสินทรัพย์ประเภททุนซื้อใหม่ และรายการส่วนเปลี่ยนของสินทรัพย์คงคลังนั้นเป็นมูลค่าสุทธิ คือเป็นมูลค่าของสินทรัพย์คงคลังปลายปี หักด้วยสินทรัพย์คงคลังต้นปี

3) การซื้อขายที่ดินสุทธิ (Purchase of Land, Net) เป็นการบันทึกมูลค่าการเปลี่ยนแปลงการถือครองที่ดินระหว่างภาคเศรษฐกิจต่างๆ ซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของรายการทางการเงินของภาคเศรษฐกิจนั้นๆ

2. รายการด้านการเงิน (Financial Transaction) แสดงถึงการใช้เงินออมส่วนเกินหรือขาดเงินออมที่ขาดดุลของแต่ละภาคเศรษฐกิจ โดยอาศัยเครื่องมือทางการเงินประเภทต่างๆ ซึ่งจะแสดงเป็น 2 ด้าน คือ ด้านการใช้ไปของเงินทุน (Use of Funds) หรือการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ทางการเงิน (Acquisition of Financial Assets) และด้านแหล่งที่มาของเงินทุน (Source of Funds) หรือการเปลี่ยนแปลงในหนี้สินทางการเงิน (Incurrence of Liabilities) โดยในแต่ละด้านมีการจำแนกเครื่องมือทางการเงินออกเป็น 7 ประเภท ซึ่งในแต่ละเครื่องมือทางการเงินได้รวมธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับภาคต่างประเทศไว้แล้ว ดังนี้

1) ทองคำและสิทธิพิเศษถอนเงิน (Monetary Gold and Special Drawing Rights - SDRs) ประกอบด้วย ทองคำที่ใช้เป็นทุนสำรองเงินตรา และสินทรัพย์ที่กองทุนการเงินระหว่างประเทศกำหนดขึ้นและถือเป็นเงินสำรองระหว่างประเทศได้

2) เงินสดและเงินฝากธนาคาร (Currency and Deposits) ประกอบด้วย

- เงินสด (Currency) หมายถึง ธนบัตร และเหรียญกษาปณ์ในมือ ที่ใช้หมุนเวียนและใช้ชำระหนี้ได้ตามกฎหมาย
- เงินฝากที่สามารถโอนเปลี่ยนมือให้ผู้อื่นได้ (Transferable Deposits) หมายถึง เงินฝากที่สามารถโอนแลกเปลี่ยนได้ตามต้องการ ไม่ว่าจะเป็นเช็คหรือคำสั่งจ่ายเงิน
- เงินฝากอื่นๆ (Other Deposits) หมายถึงเงินฝากอื่นๆ นอกเหนือไปจากเงินฝากที่สามารถโอนเปลี่ยนมือให้ผู้อื่นได้ รวมถึงสิทธิเรียกร้องทั้งหมดที่มีต่อสถาบันรับฝากเงินอื่นๆ ทั้งภาคเอกชนและภาครัฐ โดยมีกำหนดระยะเวลา

3) หลักทรัพย์ที่ไม่ใช่หุ้น (Securities Other than Shares) ประกอบด้วย ตราสารพาณิชย์ที่เป็นของภาคเอกชนและภาครัฐ ทั้งระยะสั้นและระยะยาว

4) เงินกู้ (Loans) ประกอบด้วย เงินกู้/เงินให้กู้ระยะสั้นมีระยะเวลาการชำระคืนต้นเงินกู้ไม่เกิน 1 ปี และเงินกู้/เงินให้กู้ระยะยาวมีระยะเวลาการชำระคืนต้นเงินกู้เกินกว่า 1 ปี

5) หุ้นและตราสารทุน (Share and Other Equity) หมายถึง หุ้นสามัญหรือหุ้นบริมสิทธิ ซึ่งผู้ถือหุ้นมีสิทธิเรียกร้องในฐานะเป็นเจ้าของกิจการ รวมทั้งเงินทุนที่นำไปในกิจการในฐานะเจ้าของ

6) การสำรองในส่วนของการประกันภัย (Insurance Technical Reserves) เป็นส่วนที่ภาคครัวเรือนได้สำรองไว้ในการประกันชีวิต กองทุนบำเหน็จบำนาญ และการสำรองในส่วนของบริษัทขอเรียกร้องต่างๆ

7) บัญชีรายรับและรายจ่ายอื่นๆ (Other Account Receivable/Payable) ประกอบด้วย บัญชีลูกหนี้/เจ้าหนี้การค้าจากการซื้อขายสินค้าและบริการ และอื่นๆ

แหล่งที่มาของข้อมูลในการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทย

1. ด้านที่ไม่ใช่การเงิน ใช้ข้อมูลจาก

- บัญชีรายได้ประชาชาติ
- งบการเงินของภาคสถาบันการเงิน
- งบการเงินของภาคธุรกิจ (เฉพาะในส่วนที่เป็นรัฐวิสาหกิจ)

2. ด้านการเงิน ใช้ข้อมูลจากงบการเงิน

- ข้อมูลทางตรง :
ภาคสถาบันการเงิน จาก ธปท. และ สถาบันการเงินโดยตรง
ภาคธุรกิจ (เฉพาะในส่วนที่เป็นรัฐวิสาหกิจ) จากเว็บไซต์ และต้นสังกัด
ภาคต่างประเทศ ใช้ข้อมูลดุลการชำระเงิน จาก ธปท.
- ข้อมูลทางอ้อม :
โดยการกระจายข้อมูล (Sectoring) และ การกระทบยอดข้อมูล (Reconciliation) จากหน่วยงานที่มีข้อมูลที่น่าเชื่อถือไปยังหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง

ประโยชน์ของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน พอสรุปได้ ดังนี้

1. ใช้เป็นเครื่องมือวิเคราะห์ผลกระทบซึ่งกันและกันระหว่างภาคเศรษฐกิจจริงและตลาดการเงิน เช่น วิเคราะห์การขาดดุลของภาคเศรษฐกิจต่างๆ ว่า มีแหล่งที่มาของการขาดดุลอย่างไร

2. ใช้ศึกษาพฤติกรรมของการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่เกิดขึ้นระหว่างภาคเศรษฐกิจ และของคนในระบบเศรษฐกิจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงการถือเครื่องมือทางการเงิน ทั้งนี้เพื่อนำผลการศึกษาไปใช้ในการวางแผนทางการเงินต่อไป

3. ใช้ประโยชน์ในด้านการวางแผนระยะยาว และระยะปานกลาง เพื่อกำหนดทิศทางของการออม และนโยบายการเงินให้สอดคล้องกัน

4. บัญชีเศรษฐกิจเงินทุนเป็นส่วนหนึ่งของการจัดทำบัญชีงบดุลแห่งชาติ ซึ่งได้จัดทำในบางสถาบันไปบ้างแล้ว หากนำบัญชีสังคมทุกชนิดมาเชื่อมโยงกัน จะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งในการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจและการวางแผน เพราะจะทำให้เห็นภาพเศรษฐกิจชัดเจนทุกชั้นตอน

ส่วนที่ 3 การเปลี่ยนแปลงในบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนก่อนวิกฤต ช่วงวิกฤตและหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540

จากการศึกษาข้อมูลบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2533-2550 พบว่าประเทศไทยประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 และได้รับผลกระทบต่อโครงสร้างภาคเศรษฐกิจค่อนข้างรุนแรง ทำให้หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าวแล้ว มีการเปลี่ยนแปลงแหล่งที่มาของเงินทุนเคลื่อนย้าย โดยบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน สามารถแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงของแต่ละภาคเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา ดังนี้

ภาพรวมการเปลี่ยนแปลงของบัญชีเศรษฐกิจเงินทุน

เงินทุนรวมของประเทศ หมายถึง เงินทุนทั้งหมดที่ภาคเศรษฐกิจต่างๆ ได้มาเพื่อชดเชยการขาดแคลนเงินทุน ซึ่งสามารถจำแนกแหล่งที่มาของเงินทุนเคลื่อนย้ายในแต่ละช่วงเวลา ดังนี้

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ประเทศไทยมีเงินทุนเคลื่อนย้ายเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 2,932,604 ล้านบาท เงินทุนส่วนใหญ่มาจากภายในประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 2,151,787 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนทั้งหมดเฉลี่ยร้อยละ 73.4 ซึ่งมาจากภาคสถาบันการเงิน คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนที่มาจากภายในประเทศเฉลี่ยร้อยละ 42.9 และเงินทุนที่ระดมจากภาคต่างประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 780,817 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนทั้งหมดเฉลี่ยร้อยละ 26.6

ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ เงินทุนเคลื่อนย้ายเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 785,454 ล้านบาท ชะลอลงจากช่วงก่อนวิกฤต ซึ่งเงินทุนส่วนใหญ่ยังเป็นเงินทุนจากภายในประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 874,195 ล้านบาท โดยเงินทุนส่วนใหญ่มาจากภาคครัวเรือนฯ คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนที่มาจากภายในประเทศเฉลี่ยร้อยละ 61.5 ส่วนเงินทุนที่ระดมจากต่างประเทศในช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจนี้กลับลดลงเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 88,740 ล้านบาท

หลังวิกฤตเศรษฐกิจ เงินทุนเคลื่อนย้ายกลับเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 2,468,042 ล้านบาท มาจากภายในประเทศคิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนทั้งหมดเฉลี่ยร้อยละ 88.5 ซึ่งเงินทุนส่วนใหญ่มาจากภาคสถาบันการเงิน คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนที่มาจากภายในประเทศเฉลี่ยร้อยละ 42.6 ใกล้เคียงกับช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ และเงินทุนที่ระดมจากภาคต่างประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 283,500 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนทั้งหมดเฉลี่ยร้อยละ 11.5

ตารางที่ 2 การเคลื่อนย้ายเงินทุนของประเทศ

หน่วย : ล้านบาท

	ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (2533-2538)	วิกฤตเศรษฐกิจ (2539-2544)	หลังวิกฤตเศรษฐกิจ (2545-2550)
เงินทุนเคลื่อนย้าย	2,932,604	785,454	2,468,042
❖ ต่างประเทศ	780,817	-88,740	283,500
❖ ในประเทศ	2,151,787	874,195	2,184,542
- ภาคสถาบันการเงิน	922,898	166,926	929,902
- ภาคอื่นๆ	1,228,889	707,269	1,254,640
➢ ภาคธุรกิจ	590,166	131,176	463,570
➢ ภาครัฐบาล	109,472	38,591	74,717
➢ ภาคครัวเรือนฯ	529,251	537,502	716,354

หมายเหตุ : ข้อมูลในแต่ละช่วงเวลา เป็นข้อมูลเฉลี่ย 6 ปี

ภาคเศรษฐกิจจริง ประกอบด้วยภาคครัวเรือน ภาคธุรกิจ ภาครัฐบาล และภาคต่างประเทศ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคเศรษฐกิจจริงมีการระดมเงินทุนเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 2,096,055 ล้านบาท จากเงินทุนต่างประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 1,150,710 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนรวมของภาคเศรษฐกิจจริงเฉลี่ยร้อยละ 54.9 เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจการระดมทุนส่วนใหญ่กลับเป็นเงินทุนที่ระดมได้ภายในประเทศ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการระดมทุนภายในประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 437,929 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนรวมของภาคเศรษฐกิจจริงเฉลี่ยร้อยละ 79.6 หลังวิกฤตเศรษฐกิจการระดมทุนยังคงมาจากภายในประเทศเป็นหลัก

ตารางที่ 3 แหล่งที่มาของเงินทุนของภาคเศรษฐกิจจริง

หน่วย : ล้านบาท

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ	2533	2534	2535	2536	2537	2538	เฉลี่ย
แหล่งที่มาของเงินทุน ของภาคเศรษฐกิจจริง	1,691,658	1,933,888	2,334,830	3,166,181	1,420,591	2,029,184	2,096,055
❖ จากต่างประเทศ	1,078,700	1,393,433	1,595,510	2,257,741	75,897	502,980	1,150,710
❖ ภายในประเทศ	612,958	540,455	739,320	908,440	1,344,694	1,526,204	945,345
- สถาบันการเงิน	532,844	447,770	604,159	791,004	1,047,445	1,234,238	776,243
- อื่นๆ	80,114	92,685	135,161	117,436	297,249	291,966	169,102

ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ	2539	2540	2541	2542r	2543R	2544	เฉลี่ย
แหล่งที่มาของเงินทุน ของภาคเศรษฐกิจจริง	1,703,843	919,055	632,873	-450,504	-84,053	581,583	550,466
❖ จากต่างประเทศ	374,705	-241,057	278,194	240,696	-89,558	112,246	112,538
❖ ภายในประเทศ	1,329,138	1,160,112	354,679	-691,200	5,505	469,337	437,929
- สถาบันการเงิน	959,905	694,050	190,899	-747,978	-400,663	-25,367	111,808
- อื่นๆ	369,233	466,062	163,780	56,778	406,168	494,704	326,121

หลังวิกฤตเศรษฐกิจ	2545	2546	2547	2548	2549	2550	เฉลี่ย
แหล่งที่มาของเงินทุน ของภาคเศรษฐกิจจริง	1,205,206	837,927	1,688,870	1,650,724	2,536,737	2,211,019	1,688,414
❖ จากต่างประเทศ	-98,178	103,581	425,839	556,052	1,727,081	1,708,165	737,090
❖ ภายในประเทศ	1,303,384	734,346	1,263,031	1,094,672	809,656	502,854	951,324
- สถาบันการเงิน	624,852	608,482	805,971	647,774	395,939	236,801	553,303
- อื่นๆ	678,532	125,864	457,060	446,898	413,717	266,053	398,021

หมายเหตุ : ข้อมูลในแต่ละช่วงเวลา เป็นข้อมูลเฉลี่ย 6 ปี

ภาคสถาบันการเงิน การระดมทุนของภาคสถาบันการเงิน ช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคสถาบันการเงินระดมเงินทุนเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 936,034 ล้านบาท จากเงินทุนที่มาจากภายในประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 737,434 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนรวมของภาคสถาบันการเงินเฉลี่ยร้อยละ 78.8 ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจมีการระดมทุนเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 454,799 ล้านบาท ส่วนใหญ่ยังเป็นเงินทุนที่ระดมได้ภายในประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 591,197 ล้านบาท ในขณะที่มีการเร่งชำระคืนหนี้เงินกู้ต่างประเทศเพิ่มขึ้น และหลังวิกฤตเศรษฐกิจการระดมทุนยังคงมาจากภายในประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยต่อปีเท่ากับ 875,039 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนต่อเงินทุนรวมของภาคสถาบันการเงินเฉลี่ยร้อยละ 96.5

ตารางที่ 4 แหล่งที่มาของเงินทุนของภาคสถาบันการเงิน

หน่วย : ล้านบาท

	2533	2534	2535	2536	2537	2538	เฉลี่ย
แหล่งที่มาของเงินทุนของภาคสถาบันการเงิน	616,277	582,298	673,184	1,019,014	1,183,343	1,542,089	936,034
❖ ต่างประเทศ	36,418	14,196	79,572	239,173	410,885	411,356	198,600
❖ ภายในประเทศ	579,859	568,102	593,612	779,841	772,458	1,130,733	737,434
- สถาบันการเงิน	44,793	55,028	53,924	83,253	142,592	217,322	99,485
- อื่นๆ	535,066	513,074	539,688	696,588	629,866	913,411	637,949

	2539	2540	2541	2542	2543	2544	เฉลี่ย
แหล่งที่มาของเงินทุนของภาคสถาบันการเงิน	1,034,703	1,468,090	765,549	(491,910)	(42,252)	(5,385)	454,799
❖ ต่างประเทศ	95,379	15,248	(358,476)	(207,367)	(197,436)	(165,737)	(136,398)
❖ ภายในประเทศ	939,324	1,452,842	1,124,025	(284,543)	155,184	160,352	591,197
- สถาบันการเงิน	211,222	1,280,217	275,691	(270,676)	(48,741)	(128,848)	219,811
- อื่นๆ	728,102	172,625	848,334	(13,867)	203,925	289,200	371,387

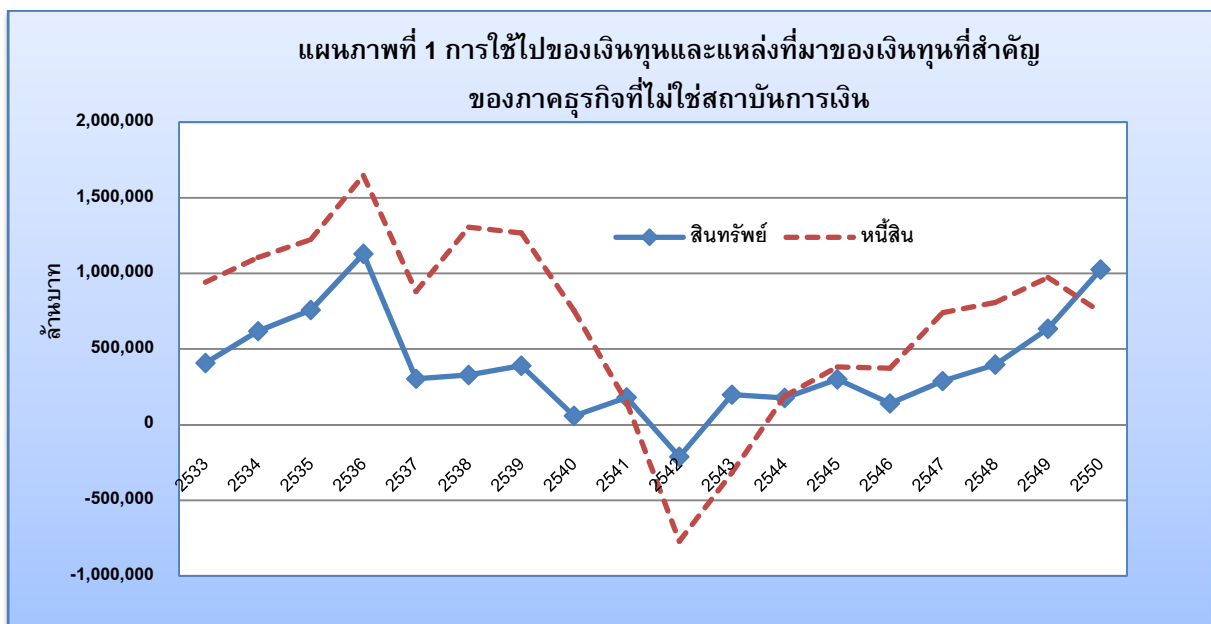
	2545	2546	2547	2548	2549	2550	เฉลี่ย
แหล่งที่มาของเงินทุนของภาคสถาบันการเงิน	429,893	994,353	777,091	1,304,222	1,048,165	885,669	906,566
❖ ต่างประเทศ	52,226	(168,797)	(2,193)	377,386	(11,156)	(58,306)	31,527
❖ ภายในประเทศ	377,667	1,163,150	779,284	926,836	1,059,321	943,975	875,039
- สถาบันการเงิน	(244,550)	488,872	121,580	59,771	116,113	212,979	125,794
- อื่นๆ	622,217	674,278	657,704	867,065	943,208	730,996	749,245

บัญชีเศรษฐกิจเงินทุน รายการเศรษฐกิจ

1. ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

ภาคธุรกิจ มีสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในปี 2536 ที่ทางการได้เปิดเสรีทางการเงิน อนุญาตให้ภาคเอกชนไทยสามารถระดมทุนจากต่างประเทศโดยตรงผ่านกิจการวิเทศธุรกิจ ทำให้เงินทุนต่างประเทศไหลเข้า-ออกประเทศเป็นจำนวนมาก

หนี้สินทางการเงินหรือแหล่งที่มาของเงินทุนภาคธุรกิจ เพิ่มขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัวในช่วงแรก และมีเงินทุนต่างประเทศไหลเข้าในภาคธุรกิจ ของไทยเป็นจำนวนมาก เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่างประเทศมีระดับต่ำ สถาบันการเงินของไทยนำเงินกู้ต่างประเทศเข้ามาปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจ เพิ่มขึ้นทำให้มีการขยายการลงทุนเป็นจำนวนมาก ต่อมาเมื่อเกิดวิกฤตทางการเงิน ต่างประเทศเรียกคืนเงินกู้รวมทั้งภาคธุรกิจได้เร่งชำระคืนเงินกู้ด้วย ประกอบกับธนาคารพาณิชย์เพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้ภาคธุรกิจ ขาดแคลนเงินทุน จึงจำเป็นต้องออกหลักทรัพย์ทั้งตราสารหนี้และตราสารทุนมากขึ้น



1.1 ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (ตั้งแต่ปี 2533-2538) ภาคธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและเพิ่มขึ้นมากในปี 2536 ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเปิดเสรีทางการเงิน และมีการลงทุนในตราสารหนี้และตราสารทุนภายในประเทศเพิ่มขึ้น หนี้สินทางการเงินหรือแหล่งที่มาของเงินทุน ส่วนใหญ่เป็นการเพิ่มขึ้นของเงินกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ รองลงมาคือการออกหุ้นทุน และเงินกู้จากต่างประเทศที่ไหลเข้ามาเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ตารางที่ 5 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน
(ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2533	2534	2535	2536	2537	2538	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	406,908	617,980	757,328	1,128,435	302,591	327,756	590,166
เงินฝาก	33,271	81,356	18,347	99,173	78,216	63,286	62,275
เงินให้กู้ระยะสั้น	-1,414	2,025	-2,107	1,412	-524	1,481	146
เงินให้กู้ระยะยาว	-43	17	-68	393	54	3,857	702
ตราสารหนี้	31,362	24,275	33,889	60,213	121,358	91,155	60,375
ตราสารทุน	7,634	8,315	9,447	10,420	13,942	22,904	12,110
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	31,646	41,556	53,884	51,923	64,486	78,990	53,748
สินทรัพย์ทางการเงิน							
ต่างประเทศ	325,069	475,003	639,922	922,132	12,097	20,831	399,176
อื่นๆ	-20,617	-14,567	4,014	-17,231	12,962	45,252	1,636
แหล่งที่มาของเงินทุน	940,428	1,105,418	1,223,786	1,647,063	879,449	1,305,144	1,183,548
เงินกู้ยืมระยะสั้น	44,769	24,713	8,787	25,235	62,626	171,825	56,326
เงินกู้ยืมระยะยาว	134,611	128,854	122,348	267,658	391,833	419,218	244,087
ตราสารหนี้	103,343	115,885	186,475	200,872	233,846	180,032	170,076
ตราสารทุน	96,464	88,018	105,044	88,860	177,172	193,486	124,841
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	377	202	-12,952	-4,577	6,290	773	-1,648
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	565,383	752,587	805,537	1,064,874	-68,522	220,486	556,724
อื่นๆ	-4,519	-4,841	8,547	4,141	76,204	119,324	33,143

1.2 ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ (ตั้งแต่ปี 2539-2544) ภาคธุรกิจเพิ่มความระมัดระวังการลงทุนมากขึ้น จากภาวะเศรษฐกิจที่ถดถอย อย่างไรก็ตามยังมีการให้สินเชื่อลูกหนี้การค้าและสินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน (Durable Goods) เช่น รถจักรยานยนต์ โทรทัศน์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า เป็นต้น นอกจากนี้ภาคธุรกิจเองก็เร่งชำระคืนหนี้ต่างประเทศมากขึ้น เพราะไม่มั่นใจในอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่มีความผันผวนตลอดเวลา

ส่วนแหล่งเงินทุนจากเดิมที่ภาคธุรกิจเคยได้รับเงินกู้ทั้งระยะสั้นและระยะยาวจากธนาคารพาณิชย์เป็นหลักก็เริ่มชะลอลงเรื่อยๆ เนื่องจากธนาคารพาณิชย์เพิ่มความเข้มงวดในการให้สินเชื่อมากขึ้น เพราะเกรงว่าจะเกิดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ทำให้ผู้ประกอบการประสบปัญหาหนี้สินและขาดแคลนเงินทุน จึงต้องหาแหล่งเงินทุนใหม่โดยเฉพาะบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมขนาดย่อมที่เริ่มมีบทบาทในการให้สินเชื่อมากขึ้น และมีการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ตราสารทุนเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 6 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน
(ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2539	2540	2541	2542	2543	2544	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	389,144	57,401	179,096	-212,812	198,020	176,208	131,176
เงินฝาก	85,905	136,266	63,759	15,824	60,146	-4,641	59,543
เงินให้กู้ระยะสั้น	786	-337	-449	490	2,208	-2,011	115
เงินให้กู้ระยะยาว	248	169	-1,400	-234	2,197	1,286	378
ตราสารหนี้	94,279	-327,995	-44,627	-54,075	16,697	84,088	-38,606
ตราสารทุน	24,119	22,503	28,965	-74,247	-39,569	-13,614	-8,641
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	101,126	116,989	58,745	67,063	44,502	39,561	71,331
สินทรัพย์ทางการเงิน							
ต่างประเทศ	23,003	8,780	-483	13,140	1,550	26,981	12,162
อื่นๆ	59,678	101,026	74,586	-180,773	110,289	44,558	34,894
แหล่งที่มาของเงินทุน	1,266,571	753,137	147,464	-771,370	-316,865	188,264	211,200
เงินกู้ยืมระยะสั้น	61,942	61,019	52,780	-345,519	-98,306	13,573	-42,419
เงินกู้ยืมระยะยาว	306,204	284,581	318,560	-323,472	-355,712	-149,871	13,382
ตราสารหนี้	242,867	165,325	-266,796	-115,977	-156,282	-140,949	-45,302
ตราสารทุน	183,276	95,152	-22,159	186,040	237,815	345,154	170,880
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	-1,768	1,889	-2,133	-1,504	-57	750	-471
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	347,569	-125,791	56,238	-36,179	-138,060	18,054	20,305
อื่นๆ	126,481	270,962	10,974	-134,759	193,737	101,553	94,825

1.3 หลังวิกฤตเศรษฐกิจ (ตั้งแต่ปี 2545-2550) หลังจากที่ภาครัฐได้เข้ามาช่วยเหลือตามมาตรการต่างๆ เพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจและรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศ ทำให้ภาคธุรกิจเริ่มมีความเชื่อมั่นต่อภาวะเศรษฐกิจ จึงเริ่มมีการลงทุนในตราสารหนี้ของภาครัฐและภาคเอกชนทั้งในและต่างประเทศเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมีการให้สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทนเพิ่มขึ้น

แหล่งเงินทุนช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนใหญ่ยังต้องระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ตราสารทุนเพิ่มขึ้น ส่วนเงินทุนจากต่างประเทศเริ่มเข้ามาในรูปแบบของการลงทุนโดยตรงและลงทุนในหลักทรัพย์ของไทย

ตารางที่ 7 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน
(หลังวิกฤตเศรษฐกิจ)

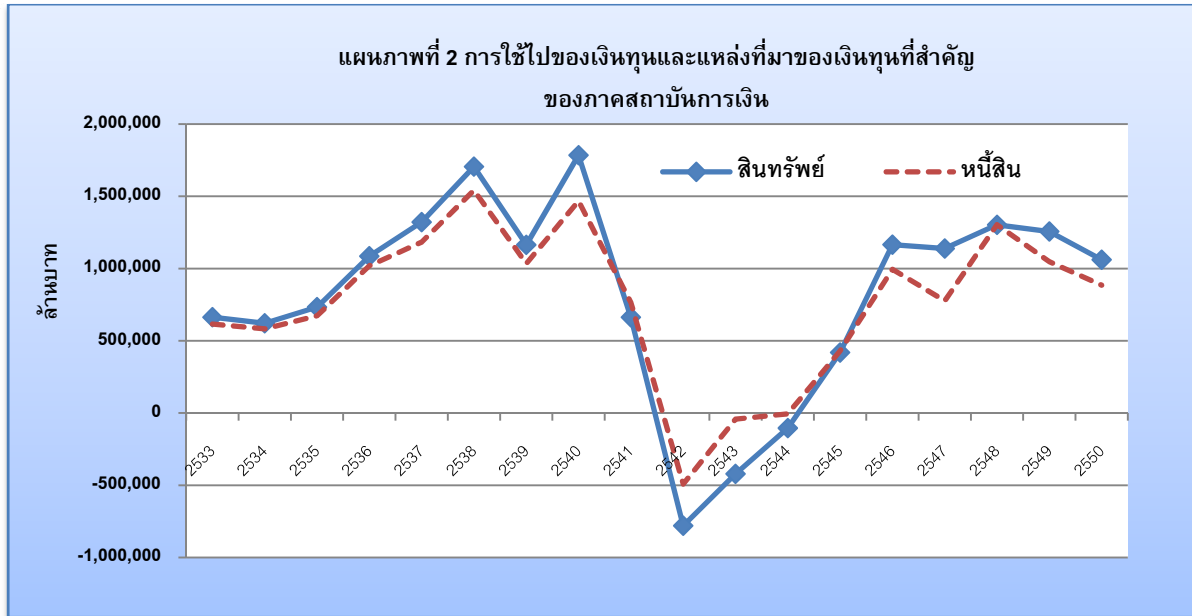
หน่วย : ล้านบาท

	2545	2546	2547	2548	2549	2550	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	299,322	139,591	287,801	396,170	633,603	1,024,930	463,570
เงินฝาก	59,391	56,135	144,221	270,914	50,675	44,630	104,328
เงินให้กู้ระยะสั้น	-751	353	159	-3,770	-2,150	-1,671	-1,305
เงินให้กู้ระยะยาว	-1,164	-436	-8	12,301	1,227	-10,707	202
ตราสารหนี้	26,389	-38,073	-984	144,476	5,332	263,481	66,770
ตราสารทุน	-37,067	33,201	74,824	-3,359	-11,816	-1,435	9,058
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	51,210	60,106	105,644	186,097	250,067	197,068	141,699
สินทรัพย์ทางการเงิน							
ต่างประเทศ	76,138	780	47,717	-242,138	222,785	542,880	108,027
อื่นๆ	125,176	27,525	-83,772	31,649	117,483	-9,316	34,791
แหล่งที่มาของเงินทุน	381,185	373,135	739,849	807,694	972,347	744,146	669,726
เงินกู้ยืมระยะสั้น	-8,436	-2,898	10,356	59,421	45,425	55,424	26,549
เงินกู้ยืมระยะยาว	-107,932	-81,238	333,210	65,740	-43,169	-8,814	26,300
ตราสารหนี้	429,043	220,107	115,434	204,447	82,637	144,645	199,386
ตราสารทุน	256,062	141,391	113,426	241,989	127,818	62,484	157,195
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	1,232	1,030	8,689	-2,697	-60	-683	1,252
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	-142,352	60,305	233,724	232,393	779,234	617,560	296,811
อื่นๆ	-46,432	34,438	-74,990	6,401	-19,538	-126,470	-37,765

2. ภาคสถาบันการเงิน

จากการเปิดเสรีทางการเงิน ทำให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้า-ออกในประเทศเพิ่มขึ้น ภาคสถาบันการเงินมีสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการให้สินเชื่อทั้งระยะสั้นและระยะยาว จนกระทั่งถึงปี 2539 ที่เริ่มเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ สินทรัพย์ทางการเงินชะลอลง และลดลงในปี 2542 เพราะธุรกรรมทางการเงินเกือบทุกชนิดในระบบเศรษฐกิจลดลง จนกระทั่งภาครัฐได้เข้ามาช่วยเหลือทางการเงินแก่สถาบันการเงิน และมีการตั้งหน่วยงานช่วยเหลือเฉพาะกิจในขณะนั้น เช่น องค์การเพื่อการปฏิรูประบบสถาบันการเงิน (ปรส.) และองค์การบริหารสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ (อบส.) เป็นต้น

แหล่งเงินทุนหลักของภาคสถาบันการเงินในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนใหญ่มาจากเงินรับฝากและเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ แต่หลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ แหล่งเงินทุนที่สำคัญได้ถูกเปลี่ยนเป็นการออกตราสารหนี้และตราสารทุนแทนเงินรับฝาก



2.1 ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ การใช้ไปของเงินทุน ส่วนใหญ่เป็นการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจ ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ภาคสถาบันการเงินมีการให้สินเชื่อจำนองอสังหาริมทรัพย์กับภาคครัวเรือนเพิ่มขึ้น นอกจากนั้นเป็นการลงทุนในตราสารหนี้ ตราสารทุนของภาครัฐและภาคเอกชน แหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญ ได้มาจากเงินรับฝาก เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ และการระดมทุน ด้วยการออกตราสารหนี้ ตราสารทุน ตามลำดับ

**ตารางที่ 8 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคสถาบันการเงิน
(ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ)**

หน่วย : ล้านบาท

	2533	2534	2535	2536	2537	2538	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	662,793	620,991	732,925	1,085,219	1,320,819	1,704,749	1,021,249
เงินฝาก	17,217	33,366	20,486	28,231	40,492	70,950	35,124
เงินให้กู้ระยะสั้น	113,231	86,275	119,088	118,939	210,885	288,893	156,219
เงินให้กู้ระยะยาว	203,397	199,386	224,641	358,938	470,402	549,591	334,393
ตราสารหนี้	145,713	84,244	178,627	215,601	262,014	291,079	196,213
ตราสารทุน	13,893	11,759	22,213	25,267	24,872	46,454	24,076
จำนอง	38,411	62,012	84,278	93,016	135,940	141,583	92,540
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	19,560	5,806	-9,735	12,839	18,070	25,952	12,082
สินทรัพย์ทางการเงิน							
ต่างประเทศ	-12,076	12,417	-2,271	112,171	25,955	73,659	34,976
อื่นๆ	123,447	125,726	95,598	120,217	132,189	216,588	135,628
แหล่งที่มาของเงินทุน	616,277	582,298	673,184	1,019,014	1,183,343	1,542,089	936,034
เงินรับฝาก	393,990	392,997	335,701	435,702	429,596	685,366	445,559
เงินกู้ยืมระยะสั้น	5,562	17,886	15,747	22,711	18,110	27,972	17,998
เงินกู้ยืมระยะยาว	3,567	682	3,364	10,793	-9,819	8,997	2,931
ตราสารหนี้	77,666	74,769	131,035	169,472	267,922	276,190	166,176
ตราสารทุน	22,928	22,973	22,957	34,359	31,703	50,421	30,890
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	36,418	14,196	79,572	239,173	410,885	411,356	198,600
อื่นๆ	76,146	58,795	84,808	106,804	34,946	81,787	73,881

2.2 ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ จากการที่สถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการให้สินเชื่อ ทำให้มีการปล่อยสินเชื่อชะลอและลดลง ดังนั้นเงินให้กู้ระยะสั้นและระยะยาวเริ่มชะลอและลดลง การใช้ไปของเงินทุนส่วนใหญ่จึงเป็นการเคลื่อนย้ายกู้ยืมกันเองภายในภาคสถาบันการเงิน และการเร่งชำระคืนหนี้เงินกู้ต่างประเทศ

ในขณะเดียวกัน แหล่งที่มาของเงินทุนภาคสถาบันการเงินเริ่มลดลง โดยเฉพาะเงินรับฝากที่เริ่มชะลอในปี 2541 และลดลงในปี 2542 จากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับช่วงปลายปีประชาชนส่วนใหญ่วิตกกังวลเรื่องปัญหา Y2K ในกิจกรรมทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับระบบเครื่องอิเล็กทรอนิกส์ ส่งผลให้ประชาชนถอนเงินจากธนาคารพาณิชย์มาถือเป็นเงินสดไว้เป็นจำนวนมาก ส่วนแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศเริ่มชะลอลงในปี 2540 และลดลงในปี 2541 แต่อย่างไรก็ตามในปี 2541 ธนาคารพาณิชย์มีการระดมทุนเพิ่มขึ้นจากการออกตราสารหนี้และตราสารทุน เพื่อให้เงินกองทุนของธนาคารมีจำนวนเพียงพอตามเกณฑ์ที่ทางการกำหนด

ตารางที่ 9 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคสถาบันการเงิน
(ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2539	2540	2541	2542	2543	2544	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	1,163,705	1,783,963	662,461	-780,032	-420,947	-104,521	384,105
เงินฝาก	41,258	266,461	-32,761	-151,031	-26,099	-14,249	13,930
เงินให้กู้ระยะสั้น	146,066	458,448	70,712	-846,629	-126,369	-51,877	-58,275
เงินให้กู้ระยะยาว	466,559	834,766	66,644	-205,936	-118,697	-217,856	137,580
ตราสารหนี้	291,006	206,000	237,717	-14,115	-270,135	-21,761	71,452
ตราสารทุน	45,026	-13,274	175,423	164,467	-73,328	-142,832	25,914
จำนอง	145,165	118,325	-48,647	-78,965	-32,709	-4,415	16,459
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	12,825	-40,886	-24,535	-2,998	8,777	22,597	-4,037
สินทรัพย์ทางการเงิน							
ต่างประเทศ	-62,030	108,906	138,248	65,928	86,897	-7,872	55,013
อื่นๆ	77,830	-154,783	79,660	289,247	130,716	333,744	126,069
แหล่งที่มาของเงินทุน	1,034,703	1,468,090	765,549	-491,910	-42,252	-5,385	454,799
เงินรับฝาก	563,454	880,054	288,702	-113,538	342,630	251,782	368,847
เงินกู้ระยะสั้น	20,534	381,728	108,905	-330,985	60,228	-67,122	28,881
เงินกู้ระยะยาว	50,448	433,493	-135,254	115,151	159,482	-123,902	83,236
ตราสารหนี้	220,630	-539,748	165,719	-195,418	-157,805	160,368	-57,709
ตราสารทุน	71,975	57,774	315,581	43,827	-164,157	-193,031	21,995
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	95,379	15,248	-358,476	-207,367	-197,436	-165,737	-136,398
อื่นๆ	12,283	239,541	380,372	196,420	-85,194	132,257	145,947

2.3 หลังวิกฤตเศรษฐกิจ หลังจากที่ได้เข้ามาช่วยเหลือด้วยการออกมาตรการต่างๆ เพื่อแก้ไขปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจและรักษาเสถียรภาพทางการเงินของประเทศไว้ ทำให้เศรษฐกิจของประเทศฟื้นตัวดีขึ้น ภาคสถาบันการเงินเริ่มปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจและภาคเศรษฐกิจอื่นๆ เพื่อให้มีการลงทุนและจ้างงานมากขึ้น นอกจากนี้มีการลงทุนในหลักทรัพย์ภาครัฐและภาคธุรกิจเพิ่มขึ้น

แหล่งที่มาของเงินทุนของภาคสถาบันการเงินภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจ ยังคงมาจากเงินรับฝากและการออกตราสารหนี้ตราสารทุนภายในประเทศ มากกว่าการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ

ตารางที่ 10 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคสถาบันการเงิน
(หลังวิกฤตเศรษฐกิจ)

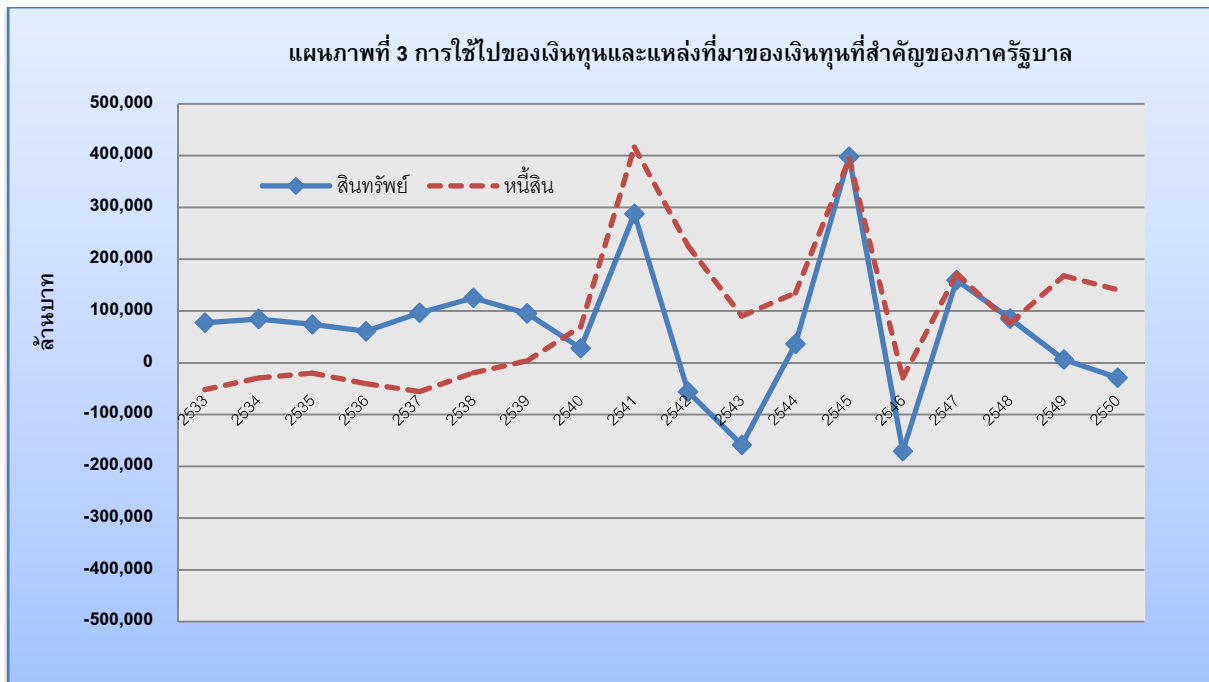
หน่วย : ล้านบาท

	2545	2546	2547	2548	2549	2550	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	418,622	1,165,037	1,138,427	1,301,960	1,256,124	1,060,866	1,056,839
เงินฝาก	-12,954	-14,688	-16,515	-16,105	19,776	28,823	-1,944
เงินให้กู้ระยะสั้น	4,881	195,256	8,331	-21,173	67,900	-111,176	24,003
เงินให้กู้ระยะยาว	-181,482	51,128	534,143	403,678	115,783	74,973	166,371
ตราสารหนี้	702,219	246,966	80,229	224,574	355,352	410,921	336,710
ตราสารทุน	-21,293	84,399	-45,571	55,976	4,658	99,282	29,575
จำนอง	62,225	64,823	172,420	148,579	125,133	40,150	102,222
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	34,843	58,943	46,896	-44,092	-93,442	-24,882	-3,622
สินทรัพย์ทางการเงิน							
ต่างประเทศ	-149,360	65,504	-19,051	372,978	266,547	24,667	93,548
อื่นๆ	-20,457	412,706	377,545	177,545	394,417	518,108	309,977
แหล่งที่มาของเงินทุน	429,893	994,353	777,091	1,304,222	1,048,165	885,669	906,566
เงินรับฝาก	258,331	247,365	334,650	492,394	570,007	150,303	342,175
เงินกู้ระยะสั้น	-60,370	182,075	10,810	-42,988	-11,665	-176,387	-16,421
เงินกู้ระยะยาว	-34,751	95,039	11,519	91,291	-45,610	-6,759	18,455
ตราสารหนี้	50,314	42,216	-144,902	201,363	133,664	395,336	112,999
ตราสารทุน	-91,914	90,059	166,600	47,466	19,501	181,769	68,914
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	52,226	-168,797	-2,193	377,386	-11,156	-58,306	31,527
อื่นๆ	256,057	506,396	400,607	137,310	393,424	399,713	348,918

3. ภาครัฐบาล

ภาครัฐบาลมีสินทรัพย์ทางการเงินที่เป็นเงินฝากสถาบันการเงินเป็นหลัก และมีการใช้ไปของเงินด้วยการเพิ่มทุนให้กับรัฐวิสาหกิจและสถาบันการเงินเฉพาะกิจบางแห่ง

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจแหล่งที่มาของเงินทุนของภาครัฐบาล ส่วนใหญ่มาจากเงินกู้ต่างประเทศ เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ รัฐบาลได้ดำเนินมาตรการต่างๆ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและรักษาเสถียรภาพทางการเงินไว้โดยรัฐบาลเข้ามามีบทบาทในการเสริมสภาพคล่องให้กับสถาบันการเงิน และให้ความช่วยเหลือแก่ผู้ฝากเงินและเจ้าหน้าที่ของสถาบันการเงิน นอกจากนี้ยังดำเนินนโยบายลดและยกเว้นภาษีบางชนิดให้กับประชาชนและนิติบุคคลต่างๆ ส่งผลให้รัฐบาลต้องดำเนินงบประมาณแบบขาดดุล และชดเชยการขาดดุลด้วยการออกพันธบัตรและมีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินภายในประเทศเพิ่มขึ้น



3.1 ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ การใช้ไปของเงินทุนภาครัฐบาล ส่วนใหญ่เป็นเงินฝากและการเพิ่มทุนให้กับรัฐวิสาหกิจบางแห่งเช่น บริษัทการบินไทย การทางพิเศษแห่งประเทศไทย เป็นต้น

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ แหล่งเงินทุนของภาครัฐบาลมาจากการกู้ยืมจากต่างประเทศแต่จำนวนไม่มากนัก เนื่องจากในขณะนั้นรัฐบาลดำเนินนโยบายงบประมาณเกินดุล

ตารางที่ 11 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาครัฐบาล
(ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2533	2534	2535	2536	2537	2538	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	77,162	84,327	73,973	60,654	96,404	125,085	86,268
เงินฝาก	66,088	77,443	54,874	34,947	56,347	110,162	66,644
เงินให้กู้ระยะสั้น	1,292	1,296	-105	1,816	-1,377	-259	444
เงินให้กู้ระยะยาว	5,171	-2,087	6,420	7,433	22,834	-2,076	6,283
ตราสารหนี้	180		-160	25	901	300	208
ตราสารทุน	3,790	7,142	13,071	11,991	8,858	14,572	9,904
สินทรัพย์ทางการเงินต่างประเทศ							
อื่นๆ	641	533	-127	4,442	8,841	2,386	2,786
แหล่งที่มาของเงินทุน	-52,165	-29,604	-20,178	-40,638	-55,908	-19,598	-36,349
เงินกู้ยืมระยะสั้น	13	-20	26	-41	-10	17	-3
เงินกู้ยืมระยะยาว	-424	537	419	399	-1,888	75	-147
ตราสารหนี้	-13,116	-48,356	-27,431	-41,747	-57,646	-28,516	-36,135
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	-41,055	8,798	-6,716	-3,849	1,540	8,474	-5,468
อื่นๆ	2,417	9,437	13,524	4,600	2,096	352	5,404

3.2 ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ การใช้ไปของเงินทุนส่วนใหญ่ยังคงเป็นการเพิ่มทุนให้กับรัฐวิสาหกิจ (การทางพิเศษแห่งประเทศไทย และการรถไฟฯขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย) และสถาบันการเงินของรัฐ เช่น บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย และธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร เป็นต้น

ภาครัฐบาลจำเป็นต้องดำเนินนโยบายต่างๆ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในขณะนั้น เช่น การลดอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มจากร้อยละ 10 ให้เหลือร้อยละ 7 และมีการยกเว้นการจัดเก็บภาษีเงินได้สุทธิตามบุคคลธรรมดา สำหรับ 50,000 บาทแรก ส่งผลให้ภาครัฐบาลดำเนินงบประมาณแบบขาดดุล เพื่อกระตุ้นและรักษาระดับอัตรา การเติบโตทางเศรษฐกิจ จึงต้องชดเชยการขาดดุลด้วยการออกพันธบัตรเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 12 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาครัฐบาล
(ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2539	2540	2541	2542	2543	2544	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	95,159	27,933	287,553	-56,368	-158,831	36,098	38,591
เงินฝาก	76,984	-27,203	-171,222	-12,023	-11,686	25,574	-19,929
เงินให้กู้ระยะสั้น	2,673	3,551	1,261	10,291	-7,730	2,869	2,153
เงินให้กู้ระยะยาว	3,796	23,962	27,351	-11,376	-48,171	-2,296	-1,122
ตราสารหนี้	200	1,608	2,383	15,064	4,015	6,950	5,037
ตราสารทุน	7,102	6,641	19,706	28,480	10,660	10,816	13,901
สินทรัพย์ทางการเงินต่างประเทศ						1,389	232
อื่นๆ	4,404	19,374	408,074	-86,804	-105,919	-9,204	38,321
แหล่งที่มาของเงินทุน	3,458	69,566	416,408	225,340	90,104	134,593	156,578
เงินกู้ยืมระยะสั้น	-11	20	-11	-5	-8		-3
เงินกู้ยืมระยะยาว	1,344	1,690	-1,944	1,233	463	-848	323
ตราสารหนี้	-28,876	-8,550	389,601	215,427	99,042	104,032	128,446
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	11,555	66,258	26,568	25,112	18,495	16,128	27,353
อื่นๆ	19,446	10,148	2,194	-16,427	-27,888	15,281	459

3.3 หลังวิกฤตเศรษฐกิจ การใช้ไปของเงินทุน ยังคงเป็นการเพิ่มทุนให้กับรัฐวิสาหกิจ ธนาคาร พัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมฯ และสถาบันการเงินเฉพาะกิจบางแห่ง

รัฐบาลมีมาตรการในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลง ของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ทำให้รัฐบาลมีนโยบายในการระดมทุนจากภายในประเทศแทนการ ระดมทุนจากต่างประเทศเช่น การกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินภายในประเทศ การออกพันธบัตรรัฐบาล ตั๋วเงิน คลัง และตั๋วสัญญาใช้เงิน

ตารางที่ 13 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาครัฐบาล
(หลังวิกฤตเศรษฐกิจ)

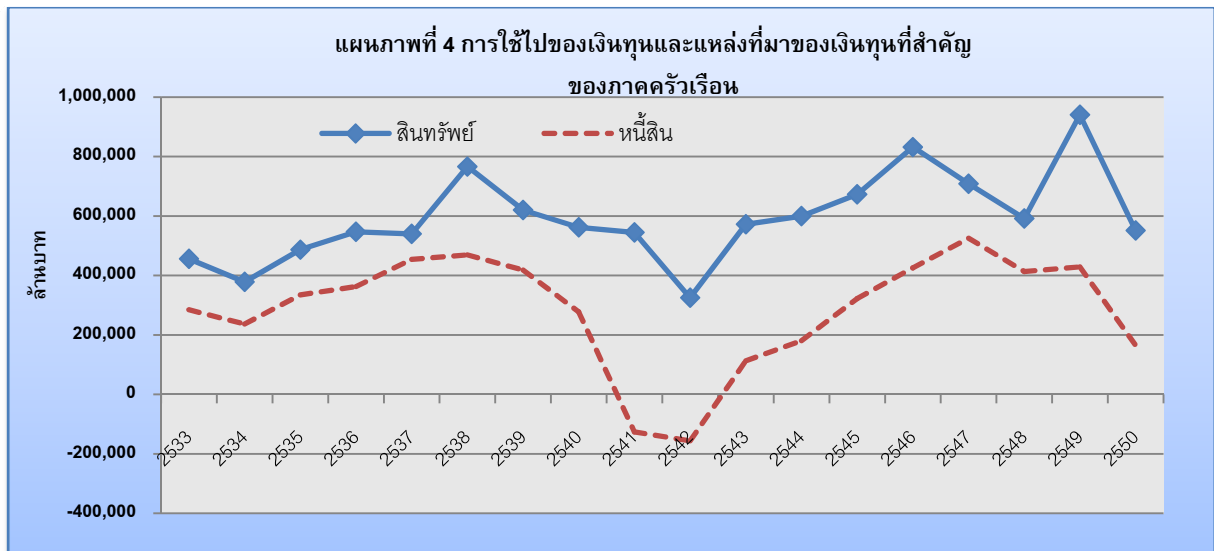
หน่วย : ล้านบาท

	2545	2546	2547	2548	2549	2550	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	397,798	-170,894	159,466	84,965	6,132	-29,167	74,717
เงินฝาก	97,043	40,877	50,508	58,054	67,190	-32,840	46,805
เงินให้กู้ระยะสั้น	-2,999	-6,743	22,822	-1,252	16,389	-8,806	3,235
เงินให้กู้ระยะยาว	-6,449	-4,041	-10,172	401	-6,317	1,157	-4,237
ตราสารหนี้	6,013	12,542	31,701	56,056	-80,693	-8,908	2,785
ตราสารทุน	2,296	28,020	20,822	23,285	2,512	1,555	13,082
สินทรัพย์ทางการเงินต่างประเทศ	201	105	-6,489	1,168	821	7,137	491
อื่นๆ	301,693	-241,654	50,274	-52,747	6,230	11,538	12,556
แหล่งที่มาของเงินทุน	393,843	-29,371	171,676	76,275	167,650	140,791	153,477
เงินกู้ยืมระยะสั้น	2	-1	14,684	-21,385	3,654	-1,664	-785
เงินกู้ยืมระยะยาว	24	389	6,360	9,655	6,578	-100	3,818
ตราสารหนี้	449,162	-14,475	215,989	120,993	176,508	183,510	188,615
หนี้สินทางการเงินต่างประเทศ	-63,626	-25,292	-59,989	-29,786	-19,831	-70,498	-44,837
อื่นๆ	8,281	10,008	-5,368	-3,202	741	29,543	6,667

4. ภาคครัวเรือน

ภาคครัวเรือนมีสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้น จากเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนฯ พร้อมทั้งมีการลงทุนในตราสารหนี้และตราสารทุนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงแรก เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ประชาชนผู้ถือตั๋วสัญญาใช้เงินและบัตรเงินฝากในโครงการแลกเปลี่ยนตัวของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงินที่ครบกำหนด นำเงินที่ได้รับส่วนหนึ่งมาฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์ ช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจประชาชนมีการออมเงินกับบริษัทประกันชีวิตและกองทุนฯ เพิ่มขึ้น

ส่วนแหล่งที่มาของเงินทุนภาคครัวเรือน เดิมเป็นเงินกู้ระยะสั้นและระยะยาวจากธนาคารพาณิชย์ และเงินกู้ยืมจากสหกรณ์ออมทรัพย์ และธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคครัวเรือนมีหนี้สินทางการเงินชะลอลงและลดลงตั้งแต่ปี 2540 ต่อมาหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคครัวเรือนกู้เงินจากสหกรณ์ออมทรัพย์และธนาคารออมสินแทนธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น ในขณะที่สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน ยังคงมีบทบาทและเพิ่มมากขึ้น



4.1 ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคครัวเรือนมีการใช้เงินทุนโดยการฝากเงินกับสถาบันการเงินและลงทุนในตราสารและตราสารทุนเพิ่มขึ้น

แหล่งที่มาของเงินทุนของภาคครัวเรือน ส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ระยะสั้นและระยะยาว จากธนาคารพาณิชย์ ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร และสหกรณ์ออมทรัพย์ และสินเชื่อจำนองที่ได้จากสถาบันการเงิน

ตารางที่ 14 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคครัวเรือน
(ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2533	2534	2535	2536	2537	2538	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	456,179	378,455	487,025	547,067	540,217	766,563	529,251
เงินฝาก	278,424	202,191	244,073	272,849	253,570	440,800	281,985
ตราสารหนี้	16,732	39,501	77,099	65,731	96,905	79,075	62,507
ตราสารทุน	94,075	83,775	83,270	75,541	161,203	153,220	108,514
ประกันชีวิตและกองทุน	7,402	13,158	15,580	22,905	23,720	37,489	20,042
อื่นๆ	59,546	39,830	67,003	110,041	4,819	55,979	56,203
แหล่งที่มาของเงินทุน	284,686	236,906	334,533	363,040	454,171	469,618	357,159
เงินกู้ระยะสั้น	68,076	52,942	91,565	97,966	111,083	90,738	85,395
เงินกู้ระยะยาว	70,782	67,350	104,802	87,856	113,164	123,082	94,506
ตราสารหนี้	26,094	5,722	-624	12,973	37,056	33,903	19,187
จำนอง	35,065	55,390	52,357	84,024	108,747	98,847	72,405
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	50,829	47,160	57,101	69,339	76,266	104,169	67,477
อื่นๆ	33,840	8,342	29,332	10,882	7,855	18,879	18,188

4.2 ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจภาคครัวเรือนมีสินทรัพย์ทางการเงินเฉลี่ยต่อปีเพิ่มขึ้น จากเงินฝากที่สถาบันการเงิน การลงทุนในตราสารทุนและการออมเงินในบริษัทประกันชีวิตและกองทุนฯ เพิ่มขึ้น ตามลำดับ

แหล่งเงินทุนของภาคครัวเรือนในช่วงปี 2541 และ 2542 ลดลงจากธุรกรรมทางการเงินหลายประเภทที่เกี่ยวข้องกับสถาบันการเงิน ในขณะที่สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน โดยเฉพาะจากภาคธุรกิจ เริ่มเข้ามามีบทบาทและมีการแข่งขันในการให้สินเชื่อกันมากขึ้น

ตารางที่ 15 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคครัวเรือน
(ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2539	2540	2541	2542	2543	2544	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	620,243	562,133	544,982	325,231	572,454	599,968	537,502
เงินฝาก	362,365	501,572	430,533	51,027	296,414	248,174	315,014
ตราสารหนี้	61,436	-288,291	61,880	-79,798	10,236	38,356	-32,697
ตราสารทุน	163,265	137,056	69,328	111,167	175,895	297,753	159,077
ประกันชีวิตและกองทุน	44,867	122,697	49,101	79,607	67,608	74,158	73,006
อื่นๆ	-11,690	89,099	-65,860	163,228	22,301	-58,473	23,101
แหล่งที่มาของเงินทุน	418,233	277,876	-126,387	-156,238	112,701	180,662	117,808
เงินกู้ยืมระยะสั้น	72,098	17,234	-87,388	-156,526	-96,465	4,156	-41,149
เงินกู้ยืมระยะยาว	112,597	139,549	-88,772	-10,459	30,206	56,015	39,856
ตราสารหนี้	12,300	-25,705	-31,171	-36,956	-24,142	-15,818	-20,249
จำนอง	101,860	69,572	-41,831	-52,231	-26,200	-3,626	7,924
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	115,719	74,214	36,343	65,569	53,336	61,408	67,765
อื่นๆ	3,659	3,012	86,432	34,365	175,966	78,527	63,660

4.3 หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคครัวเรือนมีเงินฝากที่สถาบันการเงินชะลอลง เมื่อเทียบกับช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เนื่องจากในปี 2550 อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารมีแนวโน้มต่ำลงตามการปรับลดของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทำให้ประชาชนส่วนใหญ่นำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ทั้งของภาครัฐและภาคเอกชนเพิ่มขึ้น เช่น ตราสารทุน และตราสารหนี้ประเภทตัวแลกเงิน นอกจากนั้นการออมเงินกับบริษัทประกันชีวิตและกองทุนฯ ยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะมีการคุ้มครองเงินและผู้ออมเงินโดยให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการออมเงินที่สถาบันการเงิน

ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ภาคครัวเรือนมีแหล่งเงินทุนใหม่ เช่น สหกรณ์ออมทรัพย์ ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร และธนาคารออมสิน ซึ่งเป็นผลจากการดำเนินนโยบายของรัฐบาลในการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้าที่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน นอกจากนี้สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทนยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ตารางที่ 16 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคครัวเรือน
(หลังวิกฤตเศรษฐกิจ)

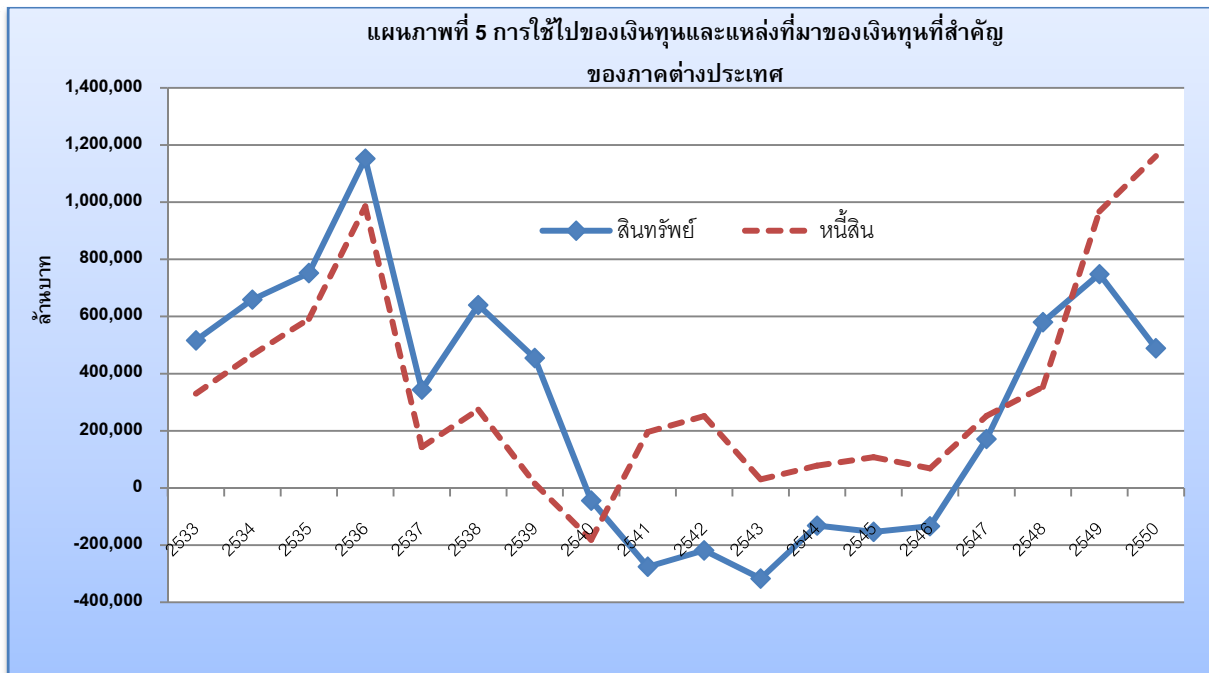
หน่วย : ล้านบาท

	2545	2546	2547	2548	2549	2550	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	673,109	832,330	708,727	591,858	940,796	551,303	716,354
เงินฝาก	117,373	167,003	142,798	179,529	432,366	109,690	191,460
ตราสารหนี้	201,761	35,126	97,277	93,127	113,689	57,703	99,781
ตราสารทุน	220,216	85,830	229,951	213,553	151,965	144,851	174,394
ประกันชีวิตและกองทุน	98,098	121,025	90,873	129,699	130,142	157,929	121,294
อื่นๆ	35,661	423,346	147,828	-24,050	112,634	81,130	129,425
แหล่งที่มาของเงินทุน	322,378	425,595	525,241	413,310	429,062	164,979	380,094
เงินกู้ยืมระยะสั้น	60,436	10,015	-3,719	-27,223	38,912	43,595	20,336
เงินกู้ยืมระยะยาว	-45,583	32,785	172,877	249,694	192,408	80,566	113,791
ตราสารหนี้	1,008	8,713	21,702	-8,570	871	-294	3,905
จำนอง	54,192	49,355	145,148	120,902	96,523	22,674	81,466
สินเชื่อเช่าซื้อสินค้าคงทน	84,821	118,019	143,851	144,702	156,685	172,869	136,825
อื่นๆ	167,504	206,708	45,382	-66,195	-56,337	-154,431	23,772

5. ภาคต่างประเทศ

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคต่างประเทศมีการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง จากการที่ประเทศไทยเปิดเสรีทางการเงิน มีการให้สินเชื่อระยะสั้นกับภาคธุรกิจไทยเป็นจำนวนมาก เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจสินเชื่อก็เริ่มชะลอลงและลดลง แต่ธุรกรรมกับต่างประเทศเริ่มดีขึ้นอีกครั้งหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

ส่วนแหล่งที่มาของเงินทุนในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ เป็นเงินกู้และสินเชื่อทางการค้าจากนักลงทุนไทย ช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจแหล่งเงินส่วนใหญ่มาจากเงินสดและฝากธนาคาร ต่อมาหลังวิกฤตภาคต่างประเทศระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น



5.1 ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ เป็นช่วงที่เศรษฐกิจไทยมีการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะเงินกู้ระยะสั้นที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศ และเงินลงทุนในหลักทรัพย์ไทยเพิ่มขึ้น

ส่วนหนี้สินทางการเงินของภาคต่างประเทศเพิ่มขึ้นจากการทำธุรกรรมด้านวิเทศธนกิจของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน และมีการลงทุนโดยตรงจากนักลงทุนไทยเพิ่มขึ้นเช่นกัน

ตารางที่ 17 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคต่างประเทศ
(ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2533	2534	2535	2536	2537	2538	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	516,302	659,317	751,800	1,152,653	343,903	640,316	677,382
เงินกู้ยืม	250,025	405,836	453,264	697,888	211,200	387,551	400,961
เงินทุนโดยตรง	78,117	94,539	135,068	70,754	34,316	51,527	77,387
เงินลงทุนในหลักทรัพย์	87,642	58,586	95,878	296,271	59,742	110,366	118,081
สินเชื่อการค้า	16,376	18,228	7,162	12,677	6,445	2,549	10,573
เงินตราและเงินฝาก	40,178	52,433	44,517	67,833	51,143	84,163	56,711
อื่นๆ	43,964	29,695	15,911	7,230	-18,943	4,160	13,670
แหล่งที่มาของเงินทุน	330,118	466,052	591,726	985,549	142,879	274,020	465,057
เงินกู้ยืม	121,485	229,663	339,916	593,557	1,703	29	214,392
เงินทุนโดยตรง	16,493	47,429	85,088	30,944	12,381	22,105	35,740
การออกหลักทรัพย์	88,490	57,761	72,423	158,120	-2,182	1,802	62,736
สินเชื่อการค้า							
เงินตราและเงินรับฝาก	-8,039	12,122	-2,804	82,459	23,784	67,828	29,225
เงินสำรองระหว่างประเทศ	97,232	105,776	77,113	98,791	104,827	179,530	110,545
อื่นๆ	14,457	13,301	19,990	21,678	2,366	2,726	12,420

5.2 ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ หลังจากที่ประเทศไทยได้ปรับระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศจากระบบที่ขึ้นอยู่กับตะกร้าของเงินตราระหว่างประเทศสกุลที่สำคัญมาเป็นระบบลอยตัว เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ทุกภาคเศรษฐกิจที่มีการทำธุรกรรมกับต่างประเทศต่างได้รับผลกระทบอย่างมาก ฉะนั้นในช่วงที่มีเงินจากประเทศไทยไหลไปยังภาคต่างประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งจะเป็นในส่วนของภาระหนี้และถูกเรียกคืนหนี้ต่างประเทศ

ธุรกรรมที่ภาคต่างประเทศเกี่ยวข้องกับประเทศไทยเริ่มลดลงตั้งแต่ปี 2540 ไม่ว่าจะเป็นสินเชื่อทางการค้า การให้กู้ยืมเงิน และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ฯลฯ ทำให้สินทรัพย์ทางการเงินของภาคต่างประเทศลดลงอย่างต่อเนื่อง

ตารางที่ 18 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคต่างประเทศ
(ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2539	2540	2541	2542	2543	2544	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	454,503	-44,285	-275,670	-218,434	-317,001	-131,555	-88,740
เงินให้กู้ยืม	233,568	71,332	-421,495	-453,689	-372,560	-361,571	-217,403
เงินทุนโดยตรง	59,190	125,274	304,998	235,104	136,786	225,412	181,127
เงินลงทุนในหลักทรัพย์	91,761	152,994	12,592	-14,203	-21,041	-24,107	32,999
สินเชื่อการค้า	-4,630	-19,844	-19,687	22,590	-31,790	-22,936	-12,716
เงินตราและเงินฝาก	73,764	-374,977	-165,868	-5,264	-12,138	78,684	-67,633
อื่นๆ	850	936	13,790	-2,972	-16,258	-27,037	-5,115
แหล่งที่มาของเงินทุน	15,581	-181,524	195,388	251,763	30,007	78,064	64,880
เงินกู้ยืม	2,032	16,417	-2,402	-23,999	7,941	-26,674	-4,448
เงินทุนโดยตรง	23,593	15,538	4,836	12,916	-795	18,992	12,513
การออกหลักทรัพย์	2,037	12,563	-3,180	-5,634	8,131	15,927	4,974
สินเชื่อการค้า						12,093	2,016
เงินตราและเงินรับฝาก	-69,580	87,125	134,890	91,852	79,755	13,215	56,210
เงินสำรองระหว่างประเทศ	54,608	-299,210	57,623	172,695	-58,440	57,566	-2,526
อื่นๆ	2,891	-13,957	3,621	3,933	-6,585	-13,055	-3,859

5.3 หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคต่างประเทศมีการใช้ไปของเงินทุนเพิ่มขึ้นจากการลงทุนโดยตรงมากกว่าเงินให้กู้ยืม

แหล่งที่มาของเงินทุน ส่วนใหญ่เป็นการระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์และการรับฝากเงินจากนักลงทุนไทย

ตารางที่ 19 การใช้ไปของเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญของภาคต่างประเทศ
(หลังวิกฤตเศรษฐกิจ)

หน่วย : ล้านบาท

	2545	2546	2547	2548	2549	2550	เฉลี่ย
การใช้ไปของเงินทุน	-153,752	-133,784	171,540	579,993	748,247	488,756	283,500
เงินให้กู้ยืม	-442,065	-437,748	-90,370	-132,089	93,765	-34,793	-173,883
เงินทุนโดยตรง	144,149	216,647	235,646	324,437	360,522	388,809	278,368
เงินลงทุนในหลักทรัพย์	-31,295	34,703	76,022	283,235	219,575	100,167	113,735
สินเชื่อการค้า	9,837	7,891	18,242	137,455	25,299	47,090	40,969
เงินตราและเงินฝาก	179,032	49,542	-59,427	1,833	6,498	1,589	29,845
อื่นๆ	-13,410	-4,819	-8,573	-34,878	42,588	-14,106	-5,533
แหล่งที่มาของเงินทุน	107,800	68,568	252,104	353,445	967,678	1,161,103	485,116
เงินกู้ยืม	1,014	19,213	-29,678	26,238	7,598	11,133	5,920
เงินทุนโดยตรง	7,330	25,508	2,885	21,296	36,740	63,569	26,221
การออกหลักทรัพย์	39,242	39,821	-50,146	60,948	54,878	327,094	78,640
สินเชื่อการค้า	55,367	-22,687	18,663	48,290	35,843	96,031	38,585
เงินตราและเงินรับฝาก	-180,313	1,919	82,888	-4,519	328,520	82,877	51,895
เงินสำรองระหว่างประเทศ	180,821	2,179	229,927	221,437	477,525	586,419	283,051
อื่นๆ	4,339	2,615	-2,435	-20,245	26,574	-6,020	805

สรุปประเด็น

ช่วง 18 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินในปี 2540 ส่งผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายของประเทศ และการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สินทางการเงินของภาคเศรษฐกิจในประเทศโดยรวม ที่สำคัญๆ คือ

แหล่งที่มาของเงินทุน

❖ ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคเศรษฐกิจของประเทศมีการพึ่งพาเงินกู้จากต่างประเทศ เป็นจำนวนมาก หลังวิกฤตเศรษฐกิจ เงินกู้จากต่างประเทศลดลง เปลี่ยนเป็นพึ่งพาเงินทุนจากภายในประเทศมากขึ้น

❖ ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เงินทุนที่มาจากภายในประเทศของภาคธุรกิจ ได้จากธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ธนาคารพาณิชย์ระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ภาครัฐบาลจึงต้องเข้ามาแก้ไขปัญหาโดยดำเนินมาตรการให้สถาบันการเงินของภาครัฐมีบทบาทมากขึ้น

เครื่องมือทางการเงิน

❖ ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ภาคเศรษฐกิจต่างๆ มีการกู้ยืมระยะสั้นกันเป็นจำนวนมาก เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ บางภาคเศรษฐกิจขาดแคลนเงินทุนและไม่สามารถชำระหนี้คืนได้ จึงมีการหารือปรึกษากับผู้ให้กู้ยืมและมีการปรับโครงสร้างหนี้กันใหม่เป็นการกู้ยืมระยะยาวแทน

❖ ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ สถาบันการเงินให้ภาคเศรษฐกิจต่างๆ กู้ยืมเงิน ช่วงหลังวิกฤต สถาบันการเงินเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ จึงเป็นช่องทางหนึ่งให้ภาคธุรกิจฯ ขยายธุรกิจการให้สินเชื่อเช่าซื้อ โดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าคงทน เช่น รถจักรยานยนต์ โทรศัพท์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า เป็นต้น

ส่วนที่ 4 แนวทางการพัฒนาบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยในอนาคต

แนวทางการพัฒนาบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยในอนาคต

ปัจจุบัน สศช. ได้พัฒนาการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยให้สอดคล้องกับระบบการเงินตาม 1993 SNA และจากแผนการปฏิบัติราชการประจำปีของ สศช. ในปี 2553 แจ้งว่าจะดำเนินการลดระยะเวลาการเผยแพร่บัญชีดังกล่าว โดยข้อมูลบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนปี 2551 จากที่เคยเผยแพร่ 15 เดือนนับจากปีอ้างอิง(ปีปฏิทิน) ให้เผยแพร่ภายใน 13.6 เดือน (เดิมข้อมูลปี 2550 เผยแพร่เดือนมีนาคม 2552 กำหนดเวลาใหม่ที่จะเผยแพร่ข้อมูลปี 2551 ภายในเดือนธันวาคม 2552)

สืบเนื่องจากโครงการความช่วยเหลือด้านวิชาการที่ ธปท. ได้รับจาก International Monetary Funds (IMF) และมีเจ้าหน้าที่ IMF ชื่อ Mr. Jose Carlos Moreno ตำแหน่ง Senior Economist ร่วมกับเจ้าหน้าที่ ธปท. ได้ประชุมหารือกับเจ้าหน้าที่ของสำนักบัญชีประชาชาติ - สศช. ในช่วงกลางปี 2552 พอสรุปประเด็นได้ ดังนี้

1. ธปท. ได้จัดทำข้อมูลภาคสถาบันการเงินเป็นรายเดือน ตามคู่มือ Monetary and Financial Statistics Manual (MFSM 2000) ของ IMF ซึ่งสอดคล้องกับบัญชีการเงินในระบบ 1993 SNA ที่ สศช. ใช้เป็นคู่มือในการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนในปัจจุบัน

2. Mr. Moreno มีความเห็นว่า ข้อมูลของ ธปท. ชุดนี้ น่าจะเป็นประโยชน์ต่อการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยในส่วนที่เป็นฐานข้อมูลของภาคสถาบันการเงิน ซึ่งน่าจะมีส่วนช่วยในการพัฒนางานบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของประเทศไทยให้รายงานได้เร็วขึ้น และเสนอให้จัดทำเป็นรายไตรมาส อย่างไรก็ตามอาจลดความสมบูรณ์ของข้อมูลลงบ้าง โดย Mr. Moreno ได้เปรียบเทียบแนวคิดในการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนแบบเดิมและแบบใหม่ ตามตารางข้างล่างนี้

ตารางที่ 20 Flow-of-Funds: Traditional Approach and New Approach

Criteria	Traditional Approach	New Approach
Sectoral and Instrument breakdowns	Sectors and Instruments	Who-to-Whom (Debtor/Creditor Sector) (Instruments optional)
Analytical Use	Descriptive statistics	To Complement monetary policy making and support financial stability analysis
Collaboration between compilers (Monetary and Flow of Funds statisticians)	Independent	Dependent of monetary (NESDB dependent of BOT inputs)
Degree of Detail in Statistical products	Comprehensive	Limited
Predominant quality elements: accuracy vs timeliness	Accuracy	Timeliness
Periodicity	Annual	Quarterly + Forecasting of current quarter
Stock and Flow data	Flow	Stock and Flows (Transaction changes + Valuation changes + Other changes in volume)
Consistency of the sectoral accounts	Full consistency (horizontal and vertical)	Best estimates (sources by priority)
Completeness of the accounts	Full accounts	Incomplete
Source data	Comprehensive and detailed	Main sectoral statistics (Monetary, External and Fiscal) with quarterly frequency available

ซึ่งสำนักบัญชีประชาชาติ สศช. พิจารณาแล้ว เห็นว่าหากข้อมูล รพท. มีความสอดคล้องทั้งคำนิยาม และคัมรวม กับการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของไทยในปัจจุบัน ข้อมูลดังกล่าวก็น่าจะเป็นประโยชน์ต่อการ พัฒนางานบัญชีเศรษฐกิจเงินรายปีของไทยให้เผยแพร่ได้เร็วขึ้น และมีการจัดทำบัญชีเศรษฐกิจเงินราย ไตรมาสในอนาคตต่อไป

เอกสารอ้างอิง

กอบศักดิ์ ภูตระกูล. 2551. “สู่การเจริญเติบโตอย่างมีคุณภาพและยั่งยืน” สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

กุลกานต์ ตันติเตมิท นรพรพร เพ็ชรตระกูล นวพร สุทธาชีพ และ ม.ล.พงศ์ระพีพร อาภากร. 2552.

“Procyclicality or Financial Sector and Dynamic Provisioning: Case Study of Thailand.” สำนักนโยบายระบบการเงินและสถาบันการเงิน สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง.

ดวงพร รอดเพ็งสังคะ กฤตินันท์ เวียงวังชัย และ ทัชชา ทวีถาวรสวัสดิ์. 2552. “ตลาดที่อยู่อาศัยในประเทศต่าง ๆ: นัยต่อนโยบายการเงินและเสถียรภาพการเงิน” สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย.

สมชัย จิตสุชน พัฒน์ พัฒนรังสรรค์ ชัยสิทธิ์ อนุชิตวรวงศ์. 2552 “เศรษฐกิจโลก เศรษฐกิจไทย พื้นจริงหรือ: บทวิเคราะห์และประมาณการเศรษฐกิจไทย ปี 2552-2553” สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย.

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. 2552. “จากวิสัยทัศน์ 2570 สู่แผนฯ 11” เอกสารประกอบการประชุมประจำปี 2552, กรกฎาคม 2552.

_____, “บัญชีเศรษฐกิจเงินทุนของประเทศไทย” เอกสารเผยแพร่ประจำปี 2550. สำนักบัญชีประชาชาติ.

Asian Development Bank. 2009. “Asia Economic Monitor.” July 2009.

Berg, Claes. 2008. “Global financial crisis: Which are the consequences for FX management by Central Banks in an Insurance Perspective.” Bank of Thailand’s International Symposiums 2008.

Bernanke, Ben S. 2009. “Financial Reform to Address Systemic Risk.” Board of Governors of the Federal Reserve System. March 2009.

Bhushan, Aniket. Culpeper, Roy. Foster, John. And Heidrich, Pablo. 2009. “Policy Response to Unfettered Finance and the Reshaping of the Global Economy.” The North-South Institute. February 2009.

Borio, Claudio. Furfine, Craig. And Lowe, Phillip. 2001. “Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options.” BIS Papers No. 1. March 2001.

Capraru, Bogdan. “Consideration Regarding Central Bank’s Dilemma: Price Stability of Financial Stability?” Alexandru Ioan Cuza University. Economics paper, 2008. Vol. 55, pages 37-41.

Carre, Emmanuel. 2009. “Global Financial Stability: the Challenge for Central Bank Governance.” University Montesquieu Bordeaux.

Caruana, Jamie. 2009. “Lesson of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management.” the Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund.

Caruana, Jamie and Burton, David. 2008. “Financial System Stability Assessment: Thailand.” the Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund.

Dawson, John C. 1996. “Flow of Funds Analysis : A Handbook for Practitioners.” M.E. Sharpe, Inc.

Dunaway, Steven. 2009. "Global Imbalances and the financial Crisis." Council Special Report No.44 March 2009.

Ferguson, Jr. Roger W. 2002. "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" Board of Governors of the Federal Reserve System.

Financial Stability Board. "Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System." April 2009.

FreedomWorks. "Root of the Crisis: A History of the Panic of 2008." 2009.

Geithner, Timothy F. 2008. "Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System." Federal Reserve Bank of New York. June 2008.

International Monetary Fund. 2009. "Thailand: 2009 Article IV Consultation-Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and statement by the Executive Director for Thailand." IMF Country Report No. 09/261.

_____, "Policies to Mitigate Procyclicality." IMF Staff Position Note. May 2009.

Kashyap, Anil. Rajan, Raghuram. and Stein, Jeremy. 2008. "The Global Roots of the Current Financial Crisis and its Implications for Regulation." Bank of Thailand's International Symposiums 2008.

Kaufman, George G. and Scott, Kenneth E. 2003. "What Is Systemic Risk and Do Bank Regulators Retard or Contribute to it?" *The Independent Institute*.

Kodes, Laura. "A Crisis of Confidence and a Lot More." International Monetary Fund. Finance & Development June 2008.

Kos, Dino. "Solutions to Restore International Financial Stability." Reinventing Bretton Woods Foundation. November.

Mattoo, Aaditya and Subramanian, Arvind. 2008. "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization." Peterson Institute for International Economics.

Ocampo, Jose Antonio. 2008. "Macroeconomic Vulnerability and Reform: Managing Pro-Cyclical Capital Flows." Bank of Thailand's International Symposiums 2008.

Property Casualty Insurers Association of America. 2009. "Financial Services Regulatory Reform: Systemic Risk." Systemic Risk Definition Document.

Raghuraj, G. 2009. "RBI constitutes a new Financial Stability Unit." Reserve Bank of India.

Rajan, Raghuram G. 2005. "Has financial development made the world riskier?" Federal Reserve Bank of Kansas City.

Reinventing Bretton Woods Committee "Building an International Monetary and Financial System for the 21st Century: Agenda for Reform." Reinventing Bretton Woods Foundation. November.

Reserve Bank of Australia. "About Financial System Stability?" 2009.

Schwarcz, Steven L. 2008. "Systemic Risk." *The Georgetown Law Journal*.

The Group of Thirty. "Financial Reform: A Framework for Financial Stability." January 2009.

The World Bank. 2009. "Global Development Finance: Charting a Global Recovery" The International Bank for Reconstruction and Development. May 2009.

_____, "Global Economic Prospects: Commodities at the Crossroads." The International Bank for Reconstruction and Development. November 2008.

_____, "Ways to Tackle Procyclicality in Banking." International Finance Corporation. October 2008.

White, William R. 2006. "Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework." Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, Papers No. 193:

Xiaochuan, Zhou. 2009. "Reform the International Monetary System." the People's Bank of China.

_____, "Changing Pro-cyclicality for Financial and Economic Stability." the People's Bank of China.

Yunyong Thaicharoen and Nasha Ananchotikul. 2009. "Thailand's experiences with rising capital flows: recent challenges and policy responses." Bank for International Settlements, Papers No. 44.