

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทนี้นำเสนอแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ
ส่วนที่ 1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่

1. บัญชีดุลการชำระเงิน
2. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนโดยตรง
3. แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนทางอ้อมหรือการลงทุนในหลักทรัพย์
4. แนวคิดเกี่ยวกับการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ
5. ทฤษฎีความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ

ส่วนที่ 2 นำเสนอผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องรวม 14 รายการ

บัญชีดุลการชำระเงิน

บัญชีดุลการชำระเงิน (the balance of payment account) คือ การบันทึกอย่างเป็นระบบเกี่ยวกับมูลค่าที่เป็นตัวเงินของรายการทางเศรษฐกิจทุกชนิดระหว่างผู้มีถิ่นฐานของประเทศกับผู้มีถิ่นฐานของต่างประเทศในช่วงระยะเวลาหนึ่ง รายการของเศรษฐกิจที่ทำให้ประเทศได้รับชำระเงินตราต่างประเทศ หรือทำให้ประเทศมีฐานะเป็นเจ้าหนี้เพิ่มขึ้นหรือความเป็นเจ้าหนี้ลดลง จะถูกบันทึกในดุลการชำระเงินทางด้านเครดิต (credit) ซึ่งมีค่าเป็นบวก ส่วนรายการทางเศรษฐกิจที่ทำให้ประเทศต้องชำระเงินตราต่างประเทศหรือทำให้ฐานะความเป็นเจ้าหนี้ลดลงหรือความเป็นลูกหนี้ของประเทศเพิ่มขึ้นจะถูกบันทึกในดุลการชำระเงินทางด้านเดบิต (debit) ซึ่งมีค่าเป็นลบ (รัตนาสายคณิต, 2542: 327)

ข้อมูลในบัญชีดุลการชำระเงินเป็นการรวบรวมในลักษณะเป็น flow ซึ่งมีมิติเป็น “การเปลี่ยนแปลงจำนวนต่อช่วงเวลา” ไม่ใช่เป็นตัวแปรประเภท stock ซึ่งมีหน่วยเป็น “จำนวน ณ เวลาในเวลานึง” สำหรับหน่วยงานที่ทำหน้าที่ในการบันทึกบัญชีดุลการชำระเงินโดยทั่วไปได้แก่ ธนาคารกลาง (central bank) ของแต่ละประเทศ สำหรับประเทศไทยก็คือ ธนาคารแห่งประเทศไทย

บัญชีดุลการชำระเงินมีองค์ประกอบหลัก 3 ส่วน ได้แก่ บัญชีเดินสะพัด (current account) บัญชีเงินทุน (capital and financial account) และ บัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ (reserve assets account)

ตารางที่ 2.1 องค์ประกอบของบัญชีดุลการชำระเงิน

1. บัญชีเดินสะพัด (current account)
1.1 สินค้าและบริการ (goods and services)
1.1.1 สินค้า (goods)
1.1.2 บริการ (services)
1.2 รายได้ (income)
1.3 เงินโอนและบริจาค (current transfers)
2. บัญชีเงินทุน (capital and financial account)
2.1 บัญชีทุน (capital account)
2.2 บัญชีการเงิน (financial account)
2.2.1 การลงทุนโดยตรง (direct investment)
2.2.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (portfolio investment)
2.2.3 การลงทุนอื่นๆ (other investment)
3. บัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ (reserve assets account)
3.1 เงินตราต่างประเทศ (foreign exchange)
3.2 ทองคำ (gold)
3.3 ฐานะเงินสำรองในกองทุนการเงินระหว่างประเทศ และสิทธิพิเศษถอนเงิน (reserve position in International Monetary Fund and special drawing rights)

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

1. บัญชีเดินสะพัด คือ บัญชีแสดงรายการเกี่ยวกับการซื้อขายสินค้าและบริการที่ผลิตขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันกับช่วงเวลาที่ทำบัญชีให้กับต่างประเทศ รวมถึงการบันทึกรายได้และเงินโอนสุทธิ ด้วย บัญชีเดินสะพัดประกอบด้วยบัญชีย่อย 4 ส่วน คือ

1.1 บัญชีแสดงรายการเกี่ยวกับสินค้าส่งออกและสินค้านำเข้า เช่น ข้าว ยางพารา น้ำมัน เสื้อผ้า เป็นต้น

1.2 บัญชีแสดงการซื้อขาย “บริการ” (services) ระหว่างประเทศซึ่งรายการนี้เป็นสินค้าประเภทที่จับต้องไม่ได้ ซึ่งประกอบด้วย

1.2.1 บริการขนส่งซึ่งรวมค่าระวางสินค้าและค่าประกันภัยในการขนส่งระหว่างประเทศและค่าโดยสารเดินทางระหว่างประเทศ

1.2.2 บริการท่องเที่ยว ซึ่งรวมถึงการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวในต่างประเทศ เช่น ค่าใช้จ่ายด้านอาหาร ที่พัก ของที่ระลึก และการเดินทางภายในประเทศ

1.2.3 บริการธุรกิจและวิชาชีพต่าง ๆ เช่น ค่าสื่อสาร โทรคมนาคมระหว่างประเทศ ค่ารับเหมาก่อสร้าง ค่าร้อยละ ค่าเครื่องหมายการค้า ค่าลิขสิทธิ์ รายจ่ายสำหรับแรงงานต่างประเทศ เป็นต้น

1.3 บัญชีบันทึก “รายได้” (income) ประกอบด้วย 2 ส่วน ได้แก่

1.3.1 ผลตอบแทนจากการเป็นลูกจ้างและพนักงานในรูปของค่าจ้าง เงินเดือน และสวัสดิการต่าง ๆ ทั้งนี้ รายได้ของแรงงานไทยที่ไปทำงานต่างประเทศเมื่อส่งกลับประเทศไทยจะถูกบันทึกอยู่ในรายการนี้

1.3.2 รายได้จากการลงทุนซึ่งผลตอบแทนที่ได้รับจากการถือครองสินทรัพย์ในต่างประเทศ โดยสินทรัพย์อาจอยู่ในรูปของหุ้นหรือหนี้ก็ได้

1.4 บัญชี “เงิน โอนและบริจาค” (current หรือ unilateral หรือ unrequited transfers) เป็นรายการที่ผู้รับโอนไม่ต้องตอบแทนผู้โอน และไม่มีข้อผูกพันใดๆ ที่จะต้องจ่ายคืนในอนาคต เช่น เงินให้เปล่าที่รัฐบาลญี่ปุ่นมอบให้รัฐบาลไทย เงินที่มูลนิธิในต่างประเทศให้ความช่วยเหลือแก่องค์กรเอกชนไทย เป็นต้น

2. บัญชีเงินทุน คือ บัญชีที่แสดงการซื้อขายและโอนสินทรัพย์ระหว่างภาคเอกชนในประเทศหนึ่งกับภาคเอกชนในต่างประเทศ เป็นบัญชีที่แสดงกระแสเงินทุนไหลออก (Capital outflow) และกระแสเงินทุนไหลเข้า (Capital inflow) ระหว่างประเทศโดยแบ่งเป็น 3 บัญชีย่อย คือ

2.1 บัญชีทุน (Capital Account) เป็นบัญชีที่บันทึกรายการเกี่ยวกับการโอนสิทธิ หรือเงินทุนที่เกิดจากการซื้อขายสินทรัพย์ถาวรที่ไม่ก่อให้เกิดการผลิตและมีใช้สินทรัพย์ทางการเงิน (เช่น ที่ดิน บ้านที่อยู่อาศัย) รวมทั้งการที่เจ้าหน้าที่ยกเลิกหนี้

¹ ปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยยังไม่สามารถจัดทำบัญชีทุนแยกออกจากบัญชีการ เงินได้ จึงบันทึก รายการเหล่านี้รวมอยู่ในบัญชีเงิน โอนและบริจาคและบัญชีการเงิน ทั้งนี้ ในช่วงก่อนปี พ.ศ.2535 รายการนี้รวม อยู่ในรายการบริการเงิน โอนและบริจาค

2.2 บัญชีการเงิน (Financial Account) เป็นบัญชีที่บันทึกธุรกรรมที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์และหนี้สินทางการเงินระหว่างประเทศ โดยแบ่งเป็นการลงทุน 3 ประเภท ได้แก่

2.2.1 การลงทุนโดยตรง (Direct Investment) คือ การลงทุนระยะยาวซึ่งทำให้ผู้ลงทุนเป็นเจ้าของและสามารถควบคุมการดำเนินงานของกิจการเหล่านั้นได้ (โดยทั่วไปกำหนดให้ถือหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 10 ของหุ้นทั้งหมด)

2.2.2 การลงทุนโดยอ้อม (Indirect Investment) หรือการลงทุนในหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) คือ การลงทุนที่ผู้ลงทุนเป็นเจ้าของหรือเจ้าหนี้ของกิจการและไม่สามารถควบคุมการบริหารกิจการได้ ส่วนใหญ่เป็นการลงทุนในรูปของการซื้อหุ้นและตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ เช่น พันธบัตร ตัวเงิน และหุ้นกู้ ซึ่งมีทั้งการลงทุนระยะยาว (ตราสารหนี้ที่มีอายุเกิน 1 ปี) และการลงทุนระยะสั้น (ตราสารหนี้ที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี)

2.3 การลงทุนอื่น ๆ ประกอบด้วย เงินกู้ (Loans) สินเชื่อทางการค้า (Trade Credits) เงินฝากธนาคาร และบัญชีลูกหนี้

ในการพิจารณาการไหลเข้าและออกของเงินทุนในบัญชีเงินทุน เป็นการพิจารณาถึงการอธิบายผลทางการเงินของบัญชีเดินสะพัด ในกรณีที่บัญชีเดินสะพัดขาดดุล มีการนำเข้าสินค้าเป็นมูลค่าสูงกว่ามูลค่าการส่งสินค้าออก บัญชีเงินทุนจะอธิบายว่านำเงินทุนมาจากไหนเพื่อใช้จ่ายปริมาณการค้าที่ขาดดุล ซึ่งอาจจะเกิดจากการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศหรือขายทรัพย์สินต่างประเทศ (Foreign assets) ที่มีอยู่ในมือ เพื่อจะได้นำเงินมาใช้จ่ายการค้าขาดดุล ส่วนกรณีบัญชีเดินสะพัดเกินดุล บัญชีทุนจะแสดงให้เห็นถึงธุรกรรมว่าประเทศได้ใช้เงินเกินดุลนั้นไปลงทุนอย่างไร (อาจ ศรีสังจา, 2547 : 16-18)

3. บัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ เป็นบัญชีที่แสดงรายการซื้อขายสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลาง สินทรัพย์เหล่านี้ ได้แก่ เงินตราต่างประเทศทองคำ สินเชื่อจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund) และสิทธิพิเศษถอนเงิน (special drawing rights หรือ SDRs)² โดยทั่วไปธนาคารกลางจะถือสินทรัพย์เงินสำรองไว้จำนวนหนึ่งเพื่อหนุนหลังการผลิตธนบัตรซึ่งถือเป็นหนี้สินประเภทหนึ่งของธนาคารกลางและธนาคารกลางจะซื้อขายสินทรัพย์เงินสำรองในตลาดเงินตรา (การแทรกแซงตลาด) เพื่อให้เกิดผลต่อภาวะเศรษฐกิจ โดยอาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินหรืออัตราแลกเปลี่ยน

² SDRs เป็นสินทรัพย์ที่กองทุนการเงินระหว่างประเทศสร้างขึ้นโดยมีมูลค่าในรูปของเงินตรา 4 สกุลหลัก คือ เงินดอลลาร์สหรัฐ เงินเยน เงินปอนด์สเตอร์ลิง และเงินยูโร

ในการบันทึกบัญชีในบัญชีคู่การชำระเงินเป็นการลงบัญชีสองด้าน คือ เครดิตและเดบิต อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติยอดรวมของทั้งสองด้านมักจะไม่เท่ากัน อาจเนื่องจากสาเหตุสำคัญ 3 ประการ (พรายพล คู่ทรัพย์, 2547 : 22) คือ

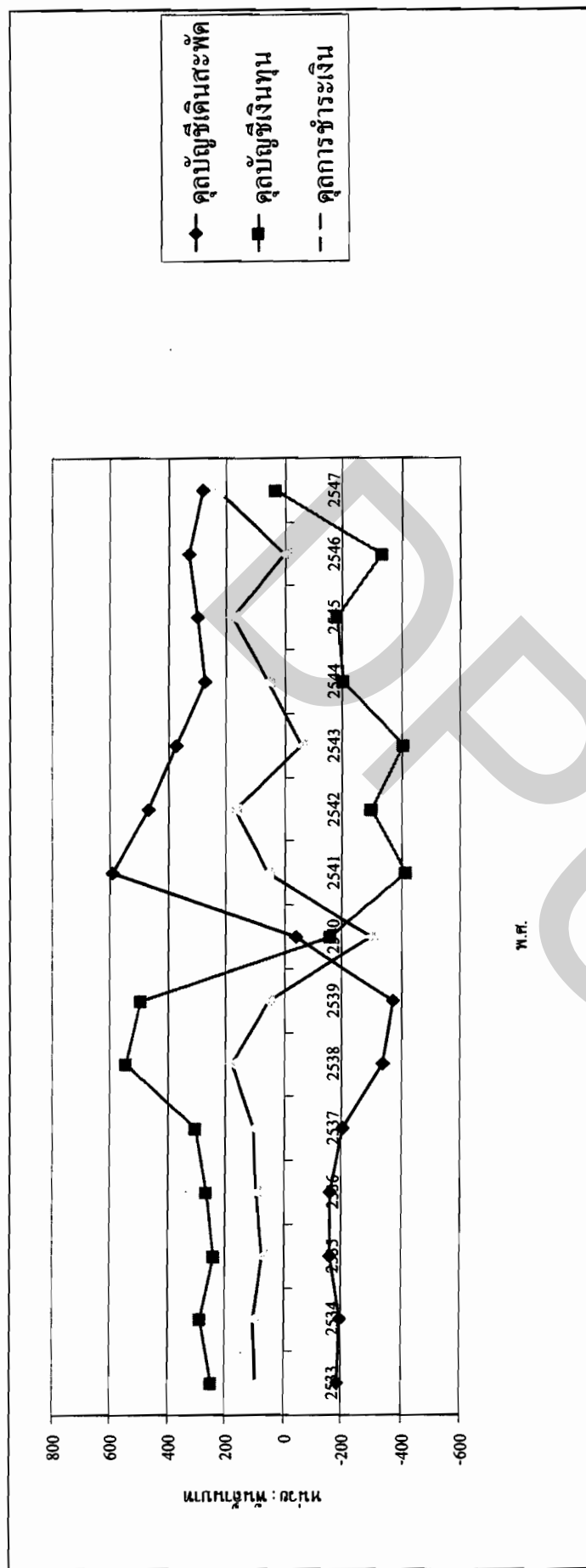
1. ข้อมูลที่นำมาบันทึกบัญชีมาจากหลายแหล่ง เช่น ข้อมูลการค้าระหว่างประเทศของไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ข้อมูลจากธนาคารพาณิชย์เกี่ยวกับรายการชำระค่าสินค้านำเข้าและรายการรับชำระค่าสินค้าส่งออก ส่วนข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของสินค้านำเข้าและส่งออกจะได้จากกรมศุลกากร ซึ่งข้อมูลทั้งสองแหล่งอาจไม่ตรงกันทีเดียวเนื่องจากแต่ละแหล่งมีวิธีจัดเก็บข้อมูลต่างกัน

2. ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถลงบัญชีสำหรับธุรกรรมที่ดำเนินการในรอบของกฎหมายมีเอกสารหลักฐานถูกต้อง แต่ในทางปฏิบัติอาจมีบางรายการซึ่งเป็นธุรกรรมผิดกฎหมายจึงไม่สามารถบันทึกข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมเหล่านี้ได้ เช่น การลักลอบนำเงินตราเข้า/ออกประเทศ การลักลอบนำเข้า/ออกสินค้าโดยไม่ผ่านพิธีการด้านศุลกากร เป็นต้น

3. ธุรกรรมที่ถูกกฎหมายบางประเภทยังไม่มีระบบการบันทึกข้อมูล เช่น กรณีบุคคลเดินทางไปเป็นวิทยากรหรือสอนหนังสือในมหาวิทยาลัยต่างประเทศและได้รับผลตอบแทนเป็นเงินตราต่างประเทศ และเมื่อเดินทางกลับประเทศไทยก็นำเงินตราต่างประเทศที่ได้รับเหล่านี้ไปขายให้ธนาคารพาณิชย์เพื่อแลกเป็นเงินบาท เป็นต้น

เพื่อแก้ไขความคลาดเคลื่อนในการบันทึกข้อมูลในบัญชีคู่การชำระเงินจึงมีการจัดทำรายการ “ความคลาดเคลื่อนสุทธิ” ขึ้น (statistical discrepancy หรือ errors and omissions หรือ balancing items) ในกรณีที่การบันทึกการด้านเดบิตมีความครบถ้วนน้อยกว่าการบันทึกด้านเครดิต ความคลาดเคลื่อนสุทธิจะมีค่าเป็น “ลบ” แต่หากการบันทึกข้อมูลด้านเครดิตมีความครบถ้วนน้อยกว่าการบันทึกด้านเดบิต ความคลาดเคลื่อนสุทธิจะมีค่าเป็น “บวก”

ภาพที่ 2.1 และ ตารางที่ 2.2 แสดงให้เห็นถึงดุลในบัญชีหลักของบัญชีคู่การชำระเงินของไทย พ.ศ.2533-2547



ภาพที่ 2.1 คุณในบัญชีหลักของบัญชีการชำระหนี้ของ ไทย พ.ศ.2533-2547

ตารางที่ 2.2 จุดในบัญชีหลักของบัญชีดุลการชำระเงินของไทย พ.ศ.2533-2547

(หน่วย : พันล้านบาท)

รายการ	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547
ดุลบัญชีเดินสะพัด	-186.2	-193.3	-160.1	-161.1	-203.2	-338.3	-372.2	-40.2	592.2	470.0	371.5	274.8	302.0	329.2	283.8
ดุลบัญชีเงินทุน	247.8	288.2	240.7	265.9	305.9	545.8	493.5	-162.0	-413.4	-297.5	-405.4	-203.5	-181.6	-334.5	31.4
ความคลาดเคลื่อนสุทธิ	35.7	10.9	-3.6	-6.0	2.1	-28.0	-66.8	-97.0	-121.1	0.2	-24.5	-13.7	60.4	7.5	-85.3
ดุลบัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ	-97.2	-105.8	-77.1	-98.8	-104.8	-179.5	-54.6	299.2	-57.6	-172.7	58.4	-57.6	-180.8	-2.2	-229.9
ดุลการชำระเงิน	97.2	105.8	77.1	98.8	104.8	179.5	54.6	-299.2	57.6	172.7	-58.4	57.6	180.8	2.2	229.9
เงินสำรองระหว่างประเทศ(พันล้านเหรียญ สรอ.)	14.27	18.42	21.18	25.44	30.280	37.03	38.72	26.97	29.54	34.78	32.66	33.05	38.92	42.15	49.83

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

การคำนวณหาดุลต่าง ๆ ในบัญชีดุลการชำระเงิน คือ ดุลบัญชีเดินสะพัด (CA) ดุลบัญชีเงินทุน (KA) และดุลบัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ (RAA) ตามหลักการบัญชีสองด้าน ในกรณีที่สมมติให้ความคลาดเคลื่อนสุทธิเท่ากับศูนย์ สามารถเขียนในรูป identity ทางบัญชีดังนี้

$$CA + KA + RAA = 0$$

สมการนี้อธิบายได้ว่า ผลรวมของดุลทั้งสามส่วน คือ ผลต่างระหว่างผลรวมของทุกรายการด้านเครดิต และผลรวมของทุกรายการด้านเดบิตจะเท่ากับศูนย์ (0) เมื่อมีการลงบัญชีทั้งสองด้าน สำหรับผลรวมระหว่างดุลบัญชีเดินสะพัดกับดุลบัญชีเงินทุนเรียกว่า “ดุลโดยรวม” หรือ “ดุลการชำระเงิน” (overall balance) (BP) สามารถเขียนในรูป identity ทางบัญชีได้ดังนี้

$$BP \equiv CA + KA \text{ หรืออาจเขียนใหม่ได้ดังนี้}$$

$$BP \equiv CA + KA \equiv -RAA$$

ดุลการชำระเงินแสดงผลสุทธิของธุรกรรมทุกรายการที่ปรากฏในบัญชีเดินสะพัดและบัญชีเงินทุนที่มีต่อปริมาณเงินตราต่างประเทศในมือของธนาคารแห่งประเทศไทย ในกรณีที่ดุลการชำระเงินมีค่าเป็นบวก (เกินดุล) และดุลบัญชีสินทรัพย์เงินสำรองมีค่าเป็นลบ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะมีเงินสำรองในรูปของเงินตราต่างประเทศมากขึ้น (ตัวอย่างในตารางที่ 2.3 แสดงดุลต่าง ๆ ในบัญชีดุลการชำระเงินของไทยปี พ.ศ.2547) ในทางตรงข้ามถ้าดุลการชำระเงินมีค่าเป็นลบ (ขาดดุล) และดุลบัญชีสินทรัพย์เงินสำรองมีค่าเป็นบวกธนาคารแห่งประเทศไทยจะมีเงินสำรองในรูปของเงินตราต่างประเทศลดลง

ตารางที่ 2.3 บัญชีดุลการชำระเงินของไทยปี พ.ศ. 2547

หน่วย: พันล้านบาท

	ดุล	เดบิต	เครดิต
1. บัญชีเดินสะพัด (= 1.1 + 1.2 + 1.3)			+283.9
1.1 การค้าและบริการ (= 1.1.1 + 1.1.2)		+279.0	
1.1.1 การค้า (= ก. + ข.)		+67.7	
ก. สินค้าออก			+3868.6
ข. สินค้าเข้า			-3801.0
1.1.2 บริการ (= ค. + ง.)		+211.3	
ค. บริการรับ			+765.1
ง. บริการจ่าย			-533.8
1.2 รายได้ (= 1.2.1 + 1.2.2)		-81.8	
1.2.1 รายรับ			+125.3
1.2.2 รายจ่าย			-207.1
1.3 เงินโอนและบริจาค		+86.7	
2. บัญชีเงินทุน (= 2.1 + 2.2)		+31.4	
2.1 บัญชีทุน (ยังไม่สามารถแยกบันทึกได้)			
2.2 บัญชีการเงิน (2.2.1 + 2.2.2 + 2.2.3)		+31.4	
2.2.1 การลงทุนโดยตรง		+42.2	+42.2
2.2.2 การลงทุนในหลักทรัพย์ (จ. + ฉ.)		+52.0	
จ. สิทธิประโยชน์			+48.6
ฉ. หนี้สิน			+3.4
2.2.3 การลงทุนอื่น ๆ (ช. + ซ.)			-62.8
ช. สิทธิประโยชน์			-19.4
ซ. หนี้สิน			-43.4
3. ความคลาดเคลื่อนสุทธิ (= -1.-2.-5.)			-85.3
4. ดุลการชำระเงิน (= 1. + 2. + 3.)		+230.0	
5. บัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ			
(= 5.1 + 5.2 + 5.3 + 5.4)			-230.0
5.1 ฐานะเงินสำรองในกองทุนการเงินระหว่างประเทศ			-1.8
5.2 เงินตราต่างประเทศ			-226.3
5.3 ทองคำ			-1.7
5.4 SDRs			-.2

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ข้อสังเกตบางประการเกี่ยวกับการจัดทำบัญชีดุลการชำระเงิน

ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นหน่วยงานที่รวบรวมข้อมูลสถิติและจัดทำบัญชีดุลการชำระเงินของไทยเป็นไปตามคู่มือของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ โดยการปรับเปลี่ยนวิธีการจัดทำตารางดุลการชำระเงินตามคู่มือใหม่ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศในปี ค.ศ.1993 (พ.ศ. 2536) มีผลให้บัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ (Reserve) ของไทยมีการคำนวณที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนี้

ก่อน พ.ศ.2536

$$\text{Reserve} = \text{Official Reserve} + \text{International Reserve (Bank net)}$$

ในช่วงก่อน พ.ศ.2527 บัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศของไทยประกอบด้วย ส่วนที่ธนาคารแห่งประเทศไทยถือครอง (Official Reserve) บวกด้วยส่วนที่เกิดจากรูกรกรมของธนาคารพาณิชย์ (International Reserve หรือ Bank net) ทั้งนี้ อยู่ภายใต้การอนุญาตของธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งถือว่าการทำธุรกรรมของธนาคารพาณิชย์ในระบะเวลานั้นเป็นส่วนที่ทางการต้องดูแล จึงได้รวมไว้ในบัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศด้วย

ตั้งแต่ พ.ศ.2536

$$\text{Reserve} = \text{Official Reserve}$$

ภายหลังการเปิดเสรีทางการเงินของไทยในเมื่อปี พ.ศ.2533 การดำเนินธุรกรรมด้านเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์สามารถดำเนินการได้โดยไม่ต้องขออนุญาตจากธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์จึงดำเนินงานในลักษณะของเอกชนทั่วไป ต่อมาในปี พ.ศ.2536 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดทำบัญชีดุลการชำระเงินตามคู่มือใหม่ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ โดยได้ตัดธุรกรรมของธนาคารพาณิชย์ออกจากบัญชีสินทรัพย์เงินสำรองระหว่างประเทศ

สุพจน์ ฐนอนัตธรรม (2541: 21) ได้ตั้งข้อสังเกตว่า การที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจัดทำบัญชีดุลการชำระเงินตามคู่มือใหม่ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ฉบับปี พ.ศ.2537 โดยการจํายการธุรกรรมของธนาคารพาณิชย์ไว้เช่นเดียวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนประเภทอื่น ๆ หรือที่เรียกว่า จัดให้อยู่เหนือเส้น (above the line) จึงน่าจะทำให้เกิดการเกินดุลการชำระเงินระหว่างประเทศมากกว่าที่ควรจะเป็น โดยหากการจัดทำบัญชีดุลการชำระเงินเป็นไปตามคู่มือฉบับเดิม (ก่อน พ.ศ.2537) จะพบว่า ประเทศไทยมีปัญหาการขาดดุลการชำระเงินแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ.2537-2539 ในขณะที่ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมีมาอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่การเปิดเสรีทางการเงิน

ตารางที่ 2.4 องค์ประกอบของบัญชีดุลการชำระเงิน พ.ศ.2533-2539

หน่วย : พันล้านบาท

รายการ	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539
ดุลบัญชีเดินสะพัด	-186.2	-193.3	-160.1	-161.1	-203.2	-338.3	-372.2
ดุลบัญชีทุน	247.8	288.2	240.7	265.9	305.9	545.8	493.5
ดุลการชำระเงิน	97.2	105.8	77.1	98.8	104.8	179.5	54.6
ธุรกรรมของธนาคารพาณิชย์ (Bank (net))	40.2	-6.6	49.3	87.6	350.5	279.3	128.0
ดุลการชำระเงิน (หากไม่รวม Bank (net))	57.0	112.4	27.8	11.2	-245.7	-99.8	-73.4

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนโดยตรง (Theory on Direct Investment)

การลงทุนโดยตรง หมายถึง การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศที่มีเป้าหมายหลักเพื่อการเข้าควบคุมในการจัดการและกำไรขององค์การธุรกิจ在不同ประเทศ (รัตน สายคณิต, 2530 : 4) การไปก่อตั้งกิจการขึ้น在不同ประเทศโดยผู้ลงทุนเป็นเจ้าของ หรือมีอำนาจในการจัดการธุรกิจที่ไปลงทุนไว้ ส่วนใหญ่เป็นการลงทุนตั้งบริษัทอุตสาหกรรมการผลิต ธุรกิจการค้า หรือบริการ และมักอยู่ในรูปของบริษัทข้ามชาติ (multicorporation) บริษัทข้ามชาติมีส่วนช่วยให้การเคลื่อนย้ายปัจจัยการผลิตต่าง ๆ ระหว่างประเทศเป็นไปอย่างกว้างขวางยิ่งขึ้น และอาจทำให้มีผลกระทบต่อการผลิตสินค้าภายในประเทศ ระดับการจ้างงาน การค้าระหว่างประเทศ ตลอดจนดุลการชำระเงินของประเทศที่ได้รับการลงทุนนั้น (ศรีสุดา จิรากุลสวัสดิ์, 2536 : 19)

วัตถุประสงค์ของการลงทุนโดยตรงอาจแบ่งได้ 3 กรณี คือ

1. เพื่อทดแทนการส่งเสริมสินค้าออกของประเทศผู้ลงทุน หมายถึง ประเทศผู้ลงทุนเข้าไปลงทุนตั้งโรงงาน เพื่อผลิตสินค้าในประเทศที่เป็นตลาดของตน วิธีนี้จึงเป็นการทดแทนการส่งสินค้าออกไปจำหน่ายยังต่างประเทศหรือทดแทนการส่งสินค้าเข้าสำหรับประเทศที่ได้รับการลงทุนดังกล่าว

2. เพื่อเพิ่มการส่งสินค้าเข้าของประเทศผู้ลงทุน การลงทุนโดยมีวัตถุประสงค์เช่นนี้ มักจะเป็นการลงทุนในสินค้าประเภทที่ประเทศผู้ลงทุนสามารถผลิตได้น้อยลงหรือไม่สามารถผลิตได้เลย จึงทำให้ต้องลงทุนผลิตสินค้านั้นในประเทศที่มีปัจจัยการผลิตต่าง ๆ เหมาะสม และประเทศผู้ลงทุนก็จะส่งสินค้านั้นจากประเทศที่ได้รับการลงทุนเข้าประเทศของตน

3. เพื่อเหตุผลอื่นๆ เช่น เข้าไปลงทุนผลิตสินค้าเพื่อจะส่งออกไปจำหน่ายยังประเทศอื่นๆ เนื่องจากต้นทุนการผลิตในประเทศที่เข้าไปทำการผลิตถูกกว่าต้นทุนการผลิตในประเทศผู้ลงทุนเพื่อผลกำไร หรืออาจจะเข้าไปลงทุนโดยมุ่งหวังผลทางการเมือง เป็นต้น

นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยอีกหลายประการที่เป็นตัวชักนำการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ มูลค่าสินค้าออก ผลตอบแทนจากการลงทุน (Yield) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ สถานการณ์ตลาดและการเมือง เป็นต้น

แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุนทางอ้อมหรือการลงทุนในหลักทรัพย์ (Indirect Investment or Portfolio Investment)

การลงทุนทางอ้อม หมายถึง การลงทุนในรูปแบบของการซื้อหลักทรัพย์ทางการเงิน ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล หุ้นสามัญ หุ้นกู้ เป็นต้น การลงทุนทางอ้อมมี 2 รูปแบบ คือ

1. การซื้อหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ในตลาดแรก (Primary market) การลงทุนโดยวิธีนี้จะทำให้ธุรกิจมีเงินทุนเพื่อการผลิตและดำเนินงานมากขึ้น นอกจากนี้ เงินทุนที่ได้มาโดยวิธีนี้ถือว่าเป็นเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำ

2. การซื้อหลักทรัพย์เก่าที่เปลี่ยนมือมาก่อนหน้านี้ซึ่งทำการซื้อขายในตลาดรอง (secondary market) การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองไม่ได้เป็นการระดมทุนโดยตรง และไม่ได้ทำให้ธุรกิจได้รับเงินทุนเพิ่มขึ้นแต่อย่างใด แต่ถ้าวการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองมีสภาพคล่องสูงเปลี่ยนมือได้ง่าย และมีแนวโน้มดีในด้านราคาก็จะทำให้การขายหุ้นในตลาดแรกเป็นไปได้ง่ายขึ้น

การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศมีทฤษฎีดั้งเดิมทางธุรกิจที่ว่าด้วยการเคลื่อนย้ายทุน (Business School Theory of Capital movement) เน้นเรื่องความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศผู้ส่งออกทุน และประเทศผู้รับทุน ทำให้มีการเคลื่อนย้ายทุนจากประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนต่ำไปยังประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนสูง โดยพิจารณาจากกระแสของผลตอบแทนการลงทุนในแต่ละแห่ง นอกจากนี้ การลงทุนระหว่างประเทศยังต้องคำนึงถึงภาวะเศรษฐกิจของประเทศผู้รับทุนว่ามีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากน้อยเพียงใด และที่สำคัญ คือ อัตราแลกเปลี่ยน เพราะค่าของเงินย่อมจะกำหนดผลตอบแทนที่จะได้รับจริง และมีบทบาทสำคัญต่อทิศทางการลงทุน

แนวคิดเกี่ยวกับการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ

การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศแบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของรัฐบาลและการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของภาคเอกชน (ศรีสุตา จิรากุลสวัสดิ์, 2536 : 22-23) มีรายละเอียดดังนี้

1. การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของภาครัฐบาล การกู้ยืมของภาครัฐบาลต่างประเทศสามารถจำแนกได้ เป็นการกู้ยืมของรัฐบาล และการกู้ยืมของรัฐวิสาหกิจ โดยปกติการกู้ยืมเพื่อมาจัดทำโครงการพัฒนาเศรษฐกิจมักจะมาจากความช่วยเหลือจากทางการต่างประเทศ การกู้ยืมจากรธนาคารพาณิชย์ต่างประเทศต้องชำระอัตราดอกเบี้ยสูงตามราคาตลาด และเงื่อนไขค่อนข้างเข้มงวดไม่ผ่อนปรน ทำให้เป็นภาระหนี้สูง ประเทศที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้จะพยายามปรับปรุงโครงสร้างหนี้กับเจ้าหนี้ต่างประเทศโดยการยืดอายุหนี้ ซึ่งมักมีข้อกำหนดให้ประเทศลูกหนี้ต้องจัดทำแผนการปรับปรุงโครงสร้างเศรษฐกิจกับกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เป็นผลให้ความคล่องตัวในการบริหารนโยบายเศรษฐกิจภายในประเทศลดลงมาก

2. การกู้ยืมจากต่างประเทศของภาคเอกชน ภาคเอกชนในบางประเทศมีการกู้ยืมจากตลาดเงินระหว่างประเทศในลักษณะคล้ายกับการกู้ยืมของภาครัฐบาล การกู้ยืมของภาคเอกชนส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมทดแทนการกู้ยืมภายในประเทศ จึงมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยโดยตรงระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศ และเกี่ยวข้องโดยตรงกับนโยบายการเงิน นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารกลาง

การกู้ยืมจากต่างประเทศของภาคเอกชนอาจมีข้อที่ทางการของประเทศห่วงใยน้อยกว่าการกู้ยืมของรัฐวิสาหกิจ เพราะเอกชนผู้กู้ต้องรับผิดชอบต่อผลสำเร็จของการใช้เงินกู้ไปในการดำเนินงานธุรกิจของตนเอง ดังนั้น เอกชนจึงต้องพยายามบริหารจัดการเงินกู้ยืมให้เกิดประโยชน์คุ้มค่า ในขณะที่การกู้ยืมของรัฐวิสาหกิจหากเกิดความผิดพลาดอาจไม่ส่งผลกระทบต่อบุคคลที่เกี่ยวข้องโดยตรง

ดังนั้น หากทางการดำเนินนโยบายการเงินที่เหมาะสม การกู้ยืมของภาคเอกชนจากต่างประเทศก็จะเป็นไปตามกลไกของตลาด เว้นเสียแต่ว่าบางขณะทางการอาจสนใจปัญหาการชำระหนี้จึงแทรกแซงโดยมีการจำกัดการกู้ยืม และกำหนดเงื่อนไขการชำระคืน เพื่อไม่ให้มีปัญหาหนี้ต่างประเทศกระทบกระเทือนต่อการบริหารทุนสำรองระหว่างประเทศจนเกินไป

ทฤษฎีความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ

นักเศรษฐศาสตร์หลายคน อาทิ โอลิน (B. Ohlin) และเนิร์กซ์ (R. Nurkse) ได้อธิบายว่าสาเหตุที่ทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศชนิดที่หวังผลกำไร เนื่องมาจากความแตกต่าง

ของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ โดยทุนจะเคลื่อนย้ายจากประเทศที่มีระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศต่ำกว่าไปยังประเทศที่มีระดับอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงกว่า อย่างไรก็ตาม มีการศึกษาเชิงประจักษ์ (empirical studies) อาทิ งานศึกษาของฮันสัน (Harry G. Johnson) และกรูเบล (Herbert G. Grulbe) ที่มีความเห็นเพิ่มเติมว่า ไม่เฉพาะความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศเท่านั้นที่เป็นปัจจัยกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ แต่ยังมีปัจจัยอื่น ด้วย เช่น อัตราความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราความเจริญเติบโตของสินทรัพย์ที่ประเทศนั้นถือครองอยู่ (asset holdings) เป็นต้น ดังนั้น แม้ว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศจะเป็นศูนย์ “0” การเคลื่อนย้ายของเงินทุนระหว่างประเทศก็ยังสามารถเกิดขึ้นได้ (รัตนา สายคณิต, 2530 : 25-33)

ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

อุบลรัตน์ จันทรัมย์ (2548) ศึกษาบทบาทของเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ต่อเศรษฐกิจไทย โดยใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติ Granger causality test ทดสอบข้อมูลเป็นรายไตรมาส ระหว่างปี 2536 ถึงไตรมาส 2 ปี 2547 พบว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีความสัมพันธ์กับการขยายตัวของผลผลิตมวลรวมในประเทศ (GDP) การลงทุนภาคเอกชน (Private investment) ความต้องการในประเทศ (Domestic Demand) แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อของไทย

อาจ ศรีสังจา (2547) ศึกษาความสัมพันธ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศและนโยบายการเงินในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) หาค่าความสัมพันธ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศทั้งในระยะสั้นและระยะยาว และ 2) ศึกษานโยบายการเงินในประเทศไทยว่ามีผลกระทบต่อความสัมพันธ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศหรือไม่ โดยใช้ Model ของ Edwards and Khan เป็นแนวทางในการศึกษา ระยะเวลาการศึกษาระหว่างเดือนมกราคม 2535 ถึงเดือนธันวาคม 2545 ผลการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของประเทศไทยมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยตลอดช่วงเวลาที่ศึกษาเป็นช่วงที่ประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินที่สำคัญซึ่งมีผลกระทบต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ คือ ในช่วงอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ประเทศไทยสนับสนุนการระดมเงินทุนระหว่างประเทศเพื่ออุดหนุนเศรษฐกิจที่กำลังเติบโตแต่ช่วงหลังการประกาศการเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัว เงินทุนต่างประเทศกลับไหลออกอย่างมากโดยที่ทางการยังคงใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นสูงเพื่อดึงดูดเงินทุนไหลเข้า ผลการวิเคราะห์เชิงเศรษฐมิติได้ค่าความสัมพันธ์การเคลื่อนย้ายเงินทุนในระยะสั้นและระยะยาวเท่ากับ 0.13 และ 0.98 ตามลำดับ

ไชยวัฒน์ แสงไชย (2545) ศึกษาเงินทุนต่างประเทศสู่ภาคธุรกิจเอกชน : ศึกษาเฉพาะกรณีภาคธุรกิจเอกชนที่มีใช้ธนาคารของไทย ระหว่างปี 2538 – 2544 ทั้งช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์การเงินในปี 2540 ข้อมูลที่เก็บรวบรวมใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือน 78 ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยกำหนดเงินทุนเคลื่อนย้ายแต่ละประเภทในแต่ละช่วงเวลามีความแตกต่างกันออกไป โดยเงินทุนต่างประเทศภาคธุรกิจเอกชนที่มีใช้ธนาคารพาณิชย์ได้ไหลเข้าสู่ประเทศไทยเป็นจำนวนมากในช่วงปีมกราคม 2538 – มิถุนายน 2540 มีสาเหตุหนึ่งมาจากหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในเม็กซิโกในปี 2538 และไหลเข้าเป็นจำนวนมากปี 2539 และมีการไหลออกอย่างต่อเนื่องโดยตลอดตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 - 2544 โดยมีปัจจัยสำคัญคือ การปฏิรูปและเปิดเสรีทางการเงินและพื้นฐานเศรษฐกิจมหภาคที่แข็งแกร่ง ร่วมกับปัจจัยผลักดัน (Push) จากต่างประเทศที่สำคัญ คือ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในประเทศพัฒนาที่ลดลงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนจึงต้องการย้ายฐานการผลิตไปยังแหล่งที่มีต้นทุนการผลิตที่ต่ำกว่า การเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศอนุญาตให้กองทุนขนาดใหญ่ลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศได้ อัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศที่ลดลงมากเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยอีกทั้งการที่ทางการไทยให้การประกันแบบแอบแฝง (Implicit Guarantee) แก่สถาบันการเงินในประเทศด้วยการช่วยเหลือทางการเงินแก่สถาบันการเงินที่มีปัญหา (Bail out) เพื่อไม่ให้สถาบันการเงินที่มีปัญหาต้องล้ม เงินทุนต่างประเทศประเภทนี้จำนวนมากจึงไหลเข้าสู่ประเทศไทยอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบว่า โครงสร้าง พฤติกรรมและองค์ประกอบของเงินทุนเคลื่อนย้ายต่างประเทศภาคธุรกิจได้เปลี่ยนแปลงไปมากในระหว่างปี พ.ศ. 2538 – 2544

ปกรณ์ วิชานนท์ (2543) ศึกษาปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อการนำเข้าเงินทุนของไทยประเภทต่าง ๆ โดยใช้ข้อมูลรายเดือนระหว่างเดือนมกราคม 2531 ถึงเดือนมิถุนายน 2541 โดยผลการศึกษาสรุปได้ดังนี้

1. ปัจจัยที่มีผลต่อเงินลงทุนโดยตรงมากที่สุด คือ การส่งออก (ใช้มูลค่าการ ส่งออกเป็นตัววัด)
2. ปัจจัยที่มีผลต่อเงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ ได้แก่ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย
3. ปัจจัยหลักที่มีผลต่อเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ได้แก่ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนสำคัญกว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ซึ่งผลลัพธ์เช่นนี้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่แท้จริงในปี พ.ศ.2540-2541 เพราะในช่วงนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินบาทที่สูงมากไม่สามารถดึงดูดเงินกู้ได้เท่าใด เนื่องจากค่าของเงิน

บาทมีความเสี่ยงสูง เมื่อค่าเงินบาทเริ่มมีเสถียรภาพเมื่ออัตราดอกเบี้ยจะลดลงมากกว่าครึ่ง เงินกู้จากต่างประเทศก็ไหลเข้ามากกว่าในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ

4. ปัจจัยที่มีผลต่อบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานต่างประเทศ ได้แก่ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่มีสิ่งที่น่าสนใจ 3 ประการ คือ

4.1 อัตราส่วนทุนสำรองเงินตราต่างประเทศต่อรายจ่ายสินค้าเข้าได้รับความสำคัญจากนักลงทุนต่างประเทศมากกว่าปัจจัยอื่นๆ รวมทั้งส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย

4.2 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสำคัญกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.3 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่สำคัญทางสถิติ คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทและเงินดอลลาร์สิงคโปร์ ไม่ใช่เงินดอลลาร์สหรัฐหรือเงินเยน นอกจากนี้ ความผันผวนของค่าเงินบาทที่สำคัญทางสถิติ คือ ระหว่างค่าเงินบาทกับค่าเงินดอลลาร์สิงคโปร์

Ammar Siamwalla, Yos Vajragupta and Pakorn Vichyanond (1999) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนนำเข้าแต่ละประเภทกับปัจจัยที่ส่งผลกระทบระหว่างเดือนมกราคม 2531 ถึงเดือนมิถุนายน 2541 (ข้อมูลรายเดือน) พบว่า ปัจจัยที่สำคัญที่มีผลกระทบต่อเงินทุนนำเข้าแต่ละประเภทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีดังนี้

1. ปัจจัยกำหนดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Direct Foreign Investment) ได้แก่ 1) ดัชนีการส่งออก (Export Performance) 2) ส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกี่ยวกับความมั่นใจของนักลงทุนต่างชาติ 3) อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ 4) ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อเงินเยน

2. ปัจจัยกำหนดเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (Portfolio Investment) ได้แก่ 1) อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ 2) ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ 3) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย 4) ค่าประกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Swap Rate) และ 5) ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศกับต่างประเทศ

3. ปัจจัยกำหนดเงินกู้ (Loans) คือ 1) ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Swap rate) 2) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศกับต่างประเทศ 3) ความผันผวนของค่าเงินบาทเทียบกับเงินดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และ 4) อัตราส่วนของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศกับการนำเข้าซึ่งใช้วัดความเสี่ยงของเงินตราต่างประเทศกับการนำเข้า

4. ปัจจัยกำหนดเงินบาทของต่างชาติ (Non Resident Baht Account) คือ 1) อัตราส่วนของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศกับการนำเข้า 2) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากระหว่างประเทศไทยกับสิงคโปร์ 3) ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Swap rate) 4) ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย และ 5) ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สิงคโปร์

จิราพร อนันต์มนตรี โชค (2542) ศึกษาเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชนจากต่างประเทศ : ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดและผลกระทบ วัตถุประสงค์การศึกษาเพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิของภาคเอกชนจากต่างประเทศประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์ เงินกู้ยืมจากต่างประเทศ และบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศ และผลกระทบของเงินทุนดังกล่าวต่ออัตราเงินเฟ้อและประสิทธิภาพในการดำเนินนโยบายการเงิน การศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิเป็นรายไตรมาสระหว่างไตรมาสที่ 1 ปี 2533 ถึงไตรมาสที่ 2 ปี 2540 จำนวน 34 ไตรมาส โดยผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการลงทุนสุทธิในหลักทรัพย์ คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และสัดส่วนระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ คือ ดุลบัญชีเดินสะพัด ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าและส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศสุทธิ คือ ระดับการเปิดเสรีทางการค้าของประเทศ ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในประเทศกับต่างประเทศ

สุทธิศักดิ์ พงษ์รักษาพาณิชย์ (2542) ศึกษาการเคลื่อนย้ายเงินทุนภาคเอกชนในประเทศไทย พ.ศ.2523 ถึง 2541 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบลักษณะการเคลื่อนย้ายเงินทุนในประเทศไทยกับกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาทั้งหมด จากการศึกษาเมื่อจำแนกประเภทของเงินทุนเคลื่อนย้าย พบว่า 1) เงินทุนเคลื่อนย้ายภาคเอกชนประเภทการลงทุนโดยตรงมีปริมาณค่อนข้างคงที่ประมาณร้อยละ 3 และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 5 ในปี พ.ศ.2541 2) เงินทุนเคลื่อนย้ายภาคเอกชนประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์ มีปริมาณน้อยมากในช่วงปี พ.ศ. 2533 -2535 โดยมีปริมาณค่อนข้างคงที่เฉลี่ยปีละ 8 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ และเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปี พ.ศ. 2538 ถึง 2539 โดยเพิ่มขึ้นร้อยละ 22 และ 22 ตามลำดับ ก่อนที่จะมีการเคลื่อนย้ายออกสุทธิในช่วงปี พ.ศ.2540 ถึง 2541 ในปริมาณที่ใกล้เคียงกับปริมาณไหลเข้าในช่วงปี พ.ศ.2538 ถึง 2539 เนื่องจากวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี พ.ศ.2540

ถึงแม้ในภาพรวมลักษณะการเคลื่อนย้ายเงินทุนภาคเอกชนในประเทศไทยจะมีทิศทางที่สอดคล้องกับลักษณะของการเคลื่อนย้ายเงินทุนภาคเอกชนในกลุ่มประเทศเอเชีย แต่ปัจจัยภายในประเทศที่แตกต่างกันก็มีผลต่อปริมาณเงินทุนเคลื่อนย้ายด้วย โดยปัจจัยภายในประเทศ ที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงเงินทุนเคลื่อนย้ายภาคเอกชนประเภทการลงทุนโดยตรง ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเบื้องต้น และอัตราค่าจ้างแรงงานขั้นต่ำที่แท้จริง ซึ่งมี

ความสัมพันธ์ในทางลบ ส่วนจำนวนแรงงาน การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงใน
อนาคต อัตราเงินเฟ้อ การเปิดเสรีทางการเงิน มีความสัมพันธ์กันทางบวก

สำหรับปัจจัยภายในประเทศที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงเงินทุนเคลื่อนย้ายภาค
เอกชนประเภทการลงทุนในหลักทรัพย์ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายใน ประเทศ
เบื้องต้น การเปลี่ยนแปลงดัชนีหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนราคาต่อ
กำไรของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการเปิดเสรีทางการเงิน ซึ่งมีความ
สัมพันธ์กันทางบวก ส่วนวิกฤตการณ์ทางการเมืองมีความสัมพันธ์กันทางลบ และปัจจัยภายใน
ประเทศที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงเงินทุนเคลื่อนย้ายภาคเอกชนประเภทสินเชื่อทั้งที่เป็นเงิน
กู้ยืมผ่านธนาคารพาณิชย์และการกู้ยืมโดยตรง ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายใน
ประเทศเบื้องต้น และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ที่แท้จริง ซึ่งมีความสัมพันธ์กันทางบวก ส่วนการ
เปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงในอนาคต และดุลการค้า มีความสัมพันธ์กันทางลบ

ธีรพล นิธิวัชรณี (2542) ศึกษาปัจจัยกำหนดเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศและผล
กระทบต่อฐานเงิน โดยใช้ข้อมูลทศบัญญัติรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 พ.ศ.2533 ถึง ไตรมาสที่ 4
พ.ศ.2541 จากการศึกษาในประเด็นปัจจัยกำหนดเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ พบว่า การคาดการณ์
การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น (การคาดการณ์ค่าเงินบาทอ่อนลง) 1 บาท จะทำให้เงินทุน
นำเข้าจากต่างประเทศลดลงจำนวน 79,179.0 ล้านบาท การเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยใน
ประเทศและต่างประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้เงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นจำนวน
6,940.791 ล้านบาท อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้เงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศเพิ่มขึ้น
จำนวน 12,375.99 ล้านบาท และระดับของการผ่อนคลายนโยบายการเงินจะทำให้เงินทุนนำเข้าจาก
ต่างประเทศเพิ่มขึ้น และมีข้อสังเกตว่า ภายหลังจากการเปิดเสรีทางการเงินทำให้ระบบการเงินของไทย
มีความเชื่อมโยงกับระบบการเงินต่างประเทศเป็นอย่างมาก จากผลการทดสอบจะเห็นได้ว่า
เงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศมีความอ่อนไหวอย่างมากต่อการคาดการณ์การเปลี่ยนแปลง อัตรา
แลกเปลี่ยนซึ่งสอดคล้องกับการ โจมตีค่าเงินและข่าวการลดค่าเงินในปี 2540 ทำให้นักลงทุนจาก
ต่างประเทศถอนการลงทุนเป็นจำนวนมาก

วรัญญา พัฒนแฮม (2540) ศึกษาการเคลื่อนย้ายเงินทุนภาคเอกชนของไทย หลังการยก
เลิกข้อจำกัดและการผ่อนคลายการปริวรรตเงินตราต่างประเทศ ข้อมูลที่รวบรวมเป็นข้อมูลทศบัญญัติ
รายเดือนโดยแบ่งการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อนการยอมรับพันธะข้อ 8 และการผ่อนคลายการ
ปริวรรตเงินตรา (มกราคม 2531 – พฤษภาคม 2533) และช่วงหลังการยอมรับพันธะข้อ 8 และการ
ผ่อนคลายการปริวรรตเงินตรา (มิถุนายน 2533 – ธันวาคม 2535) ผลการศึกษาพบว่า การเคลื่อน
ย้ายเงินทุนภาคเอกชนของไทยในช่วง พ.ศ.2531-2535 ได้เปลี่ยนไปตามสภาพแวดล้อมทาง

เศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา การยกเลิกข้อจำกัดและการผ่อนคลายการปริวรรตเงินตรามีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ไหลเข้า เงินลงทุนในหลักทรัพย์ไหลออก และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศไหลออก ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนภาคเอกชน คือ อัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ปริมาณสินค้าส่งออก อัตราแลกเปลี่ยน อัตราแลกเปลี่ยนที่คาดการณ์ไว้ อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ ผลต่างระหว่างดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศกับต่างประเทศ และผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากในประเทศกับต่างประเทศ

ณรงค์ ชวนใช้ (2540) ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลของเงินทุนต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการวิเคราะห์ผลกระทบจากปัจจัยภายในประเทศและปัจจัยภายนอกประเทศ โดยใช้ข้อมูลทศนิยมรายเดือนระหว่างเดือนมกราคม 2535 ถึง กันยายน 2539 รวม 57 เดือน ผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการไหลของเงินทุนต่างประเทศจำแนกได้ตามประเด็นต่อไปนี้ ปัจจัยที่มีต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์รวม ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราส่วนราคาปิดต่อผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ ค่าเงินเยนต่อดอลลาร์สหรัฐ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ดัชนีหลักทรัพย์ดาวโจนส์ และวิกฤตการณ์ภัยสงคราม ภัยธรรมชาติและอื่นๆ ในขณะที่ปัจจัยที่มีต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติ ได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินเฟ้อ อัตราส่วนราคาปิดต่อผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ อัตราเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ ดัชนีหลักทรัพย์ดาวโจนส์ ค่าเงินเยนต่อดอลลาร์สหรัฐ ภัยสงคราม ภัยธรรมชาติและอื่นๆ และปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ค่าเงินเยนต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ และเงินบาทต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ ราคาน้ำมันในตลาดโลก ดัชนีหลักทรัพย์ดาวโจนส์ ดัชนีนิเคอิ ภัยสงคราม ภัยธรรมชาติและอื่นๆ ซึ่งปัจจัยภายในประเทศที่น่ามาวิเคราะห์เป็นปัจจัยที่สามารถควบคุมความเสี่ยงได้ในระดับหนึ่ง ด้วยการควบคุมคุณภาพหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ และมีการวางแผนดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศอย่างมีประสิทธิภาพ มีการแก้ปัญหาทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วและจริงจัง เพื่อสร้างความมั่นใจให้นักลงทุนต่างประเทศในการเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Somchai Dechapakorn (1997) ได้ศึกษาเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าในรูปแบบบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานในต่างประเทศ (Non-Resident Baht account) โดยเน้นไปที่เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าระยะสั้นจากเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ประเทศญี่ปุ่น สิงคโปร์ อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา โดยอาศัยทฤษฎี Interest Rate Parity และ Portfolio Selection ในการสร้างแบบจำลอง โดยใช้ข้อมูลทศนิยมรายเดือนในระหว่างปีพ.ศ. 2534 - 2538 โดยผลการศึกษาเชิงประจักษ์ พบว่า ผลต่างของอัตราดอกเบี้ย และการคาดการณ์เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน จะมีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าระยะสั้น

ในรูปของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานต่างประเทศ แต่อัตราผลตอบแทนคาดการณ์จากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไม่มีนัยสำคัญที่จะมีผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าระยะสั้นในรูปของบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานต่างประเทศ เฉพาะจากประเทศญี่ปุ่นและสหรัฐอเมริกาเท่านั้น

บัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2539) ศึกษาลักษณะและปัจจัยที่กำหนดการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาสรุปได้ว่า มูลค่าสุทธิของเงินลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Net Foreign Portfolio Investment : NFPI) มีลักษณะที่เป็นเงินทุนระยะสั้น (Hot Money Flow) ซึ่งปัจจัยที่กำหนด NFPI อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ค่าประกันความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (Forward Premium) อัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิ (P/E Ratio) ดัชนีหลักทรัพย์ดาวนิวยอร์ก (NYSE) ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศ (IND) สัดส่วนระหว่างความเสี่ยงของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (PRISK) และดัชนีการลงทุนภาคอุตสาหกรรมในภาคเอกชน (Private Investment Index) ยกเว้น ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ที่ไม่สามารถอธิบาย NFPI ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในแบบจำลองก็มีความสัมพันธ์เชิงคุณภาพในระยะยาว (Cointegrated) และผลการทดสอบด้วยวิธี Error Correction Model (ECM) สรุปได้ว่า นักลงทุนจากต่างประเทศเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เพื่อทำการแสวงหากำไร เนื่องจากคุณภาพที่หาได้จะมีการเปลี่ยนแปลงไปเมื่อเกิดผลกระทบต่ปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อกำไร

แสงนภา รังคสิริ (2539) ศึกษาปัจจัยกำหนดเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศของประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทศวรรษปฏิทินเป็นรายปี ระหว่างปี พ.ศ.2519-2538 จำนวน 20 ปี โดยมีตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเบื้องต้น ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน ค่าแรงขั้นต่ำและอื่น ๆ ซึ่งเป็นตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นตัวกำหนดเงินทุนไหลเข้าประเทศไทย ขอบเขตของการศึกษาครอบคลุมเงินทุน 3 ประเภท คือ เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ได้แก่ จำนวนประชากรของไทย ค่าแรงขั้นต่ำและผลตอบแทนจากการลงทุนโดยตรง ปัจจัยที่กำหนดการลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ คือ มูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเบื้องต้นและอัตราแลกเปลี่ยน สำหรับปัจจัยที่กำหนดเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ คือ ความแตกต่างของมูลค่าสินค้าออกและนำเข้าของไทย

ศรีสุตา จิรากุลสวัสดิ์ (2536) ศึกษาผลกระทบของเงินทุนต่างประเทศต่อการออมในประเทศ และปัจจัยกำหนดการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศของประเทศไทย สำหรับเงินทุนต่าง

ประเทศที่ไหลเข้าประเทศไทยมีความหมายครอบคลุมถึงเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เงินลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศ และเงินกู้ยืมจากต่างประเทศ โดยศึกษาภายในช่วงเวลา 14 ปี คือ พ.ศ.2520 ถึง 2533 สำหรับผลการศึกษาในเรื่องปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ เช่น ผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น มูลค่าสินค้าออกอุตสาหกรรม ผลตอบแทนจากการลงทุน เป็นต้น

จากการศึกษาที่กล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่าในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนไหลเข้าประเทศไทยมีผู้สนใจศึกษาอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ ผลการศึกษาที่ผ่านมา ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุนไหลเข้าประเทศไทยมีความแตกต่างตามสภาพแวดล้อมในแต่ละช่วงเวลาที่ทำการศึกษา