

# 8 ข้อเท็จจริงการลงทุนไทย

โดย เศรษฐวุฒิ สุทธิวาทนฤพุมิต / กฤษฎ์ ศรีปราชญ์ / จารีย์ ปิ่นทอง / ศิริกัญญา ตันสกุล/  
รุจา อติศรกาญจน์ / แพรวไพลิน วงษ์สินธุวิเศษ / พิมพ์อร วัชรประภาพงศ์

สิงหาคม 2560

ประเทศไทยทุกวันนี้ หากดูไปแล้วก็มีปัจจัยสนับสนุนการลงทุนภาคเอกชนอยู่หลายอย่าง ไม่ว่าจะเป็นดอกเบี๊ยที่ต่ำ สภาพคล่องในธนาคารที่มีล้นเหลือเพียงพอที่จะปล่อยสินเชื่อ ส่วนฐานะทางการเงินของธุรกิจเองก็แข็งแกร่ง มีหน้าซ้ำภาครัฐยังเห็นมาตรการดึงดูดการลงทุนออกมาหลายโครงการ ทั้งเพิ่มสิทธิประโยชน์ทางภาษี ทั้งเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน เมื่อเป็นเช่นนี้ หลายคนจึงอดตั้งคำถามไม่ได้ว่า แล้วทำไมการลงทุนของเอกชนไทยจึงต่ำมานาน ออกอาการเหมือนคนป่วยช้ำมานาน

ล่าสุดภาครัฐผลักดันนโยบาย Thailand 4.0 ซึ่งเป็นโอกาสอันดีที่จะช่วยแก้ปัญหาการลงทุนต่ำ แต่ก่อนจะลงมือแก้ปัญหา การเริ่มทำความเข้าใจว่าอะไรคือสาเหตุที่แท้จริงของปัญหา น่าจะช่วยให้การออกแบบนโยบาย Thailand 4.0 ช่วยรักษาอาการช้ำมานานของการลงทุนได้ตรงจุดมากขึ้น

บทความชุดนี้จึงพยายามนำเสนอการวิเคราะห์การลงทุนภาคเอกชนของไทย โดยแบ่งเป็น 3 บทความย่อย คือการวิเคราะห์ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการลงทุนไทย สาเหตุที่แท้จริงของการลงทุนต่ำ รวมถึงพยายามวาดภาพหน้าตาการลงทุนภาคเอกชนในอนาคต เพื่อตอบข้อซักถามเรื่องที่หลากหลายมีข้อสงสัยตลอดช่วงปีที่ผ่านมา และสร้างความเข้าใจเชิงนโยบาย ตลอดจนสนับสนุนให้เกิดการหารือและแลกเปลี่ยนความคิดเห็นในเชิงสร้างสรรค์โดยจะเริ่มต้นด้วยบทความย่อยส่วนที่ 1 หัวข้อ 8 ข้อเท็จจริงการลงทุนไทย

“อัตราดอกเบี๊ย  
เกือบจะต่ำที่สุดใน  
ภูมิภาคเอเชีย แต่  
ทำไมการลงทุนไม่โต”

ผู้เขียนจัดทำบทความชุดนี้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อตอบข้อซักถามเรื่องการลงทุนไทยที่หลายฝ่ายมีข้อสงสัยตลอดช่วงปีที่ผ่านมาว่า ทำไมการลงทุนภาคเอกชนของไทยต่ำมานาน และเพื่อสร้างความเข้าใจเชิงนโยบาย ตลอดจนสนับสนุนให้เกิดการหารือและแลกเปลี่ยนความคิดเห็นในเชิงสร้างสรรค์ บนพื้นฐานของข้อมูลและการวิเคราะห์อันจะเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดยุทธศาสตร์การพัฒนาประเทศที่มั่นคงและยั่งยืน

## การยืมผลงาน

บทความนี้สงวนสิทธิ์ภายใต้สัญญาอนุญาต Creative Commons

ไม่แก้ไขเนื้อหาใดๆ จากบทความ ยกเว้นเพื่อสะท้อนความเปลี่ยนแปลงที่เกี่ยวกับเวลา สถานที่ และแนวบรรณาธิการ ต้องอ้างอิงแหล่งที่มา หากนำเนื้อหาในบทความไปวิเคราะห์หรือเผยแพร่

ไม่สามารถนำบทความหรือเนื้อหาในบทความไปเผยแพร่เพื่อวัตถุประสงค์ทางการค้า

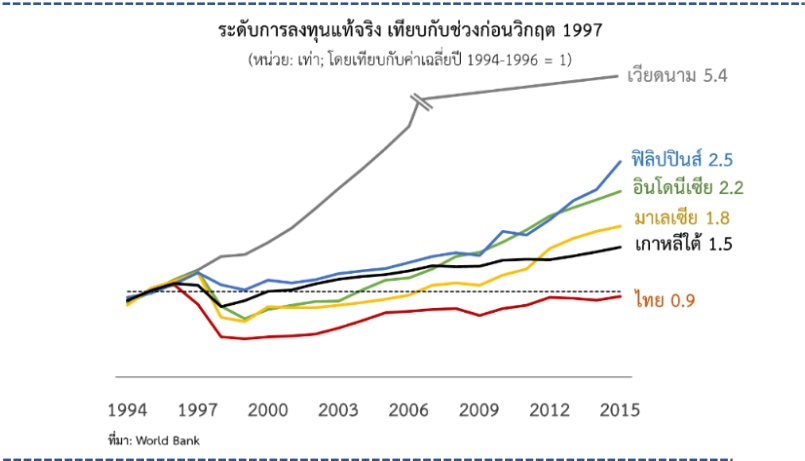


# “การลงทุนไทยต่ำ ไม่เรามอง จากมุมไหน”

## 1

ผ่านไป 20 ปีแล้ว ไทยเป็นประเทศเดียวที่ระดับการลงทุนแท้จริง<sup>1</sup> ยังต่ำกว่าช่วงก่อนวิกฤตปี 1997 ขณะที่หลายประเทศสามารถฟื้นระดับการลงทุนขึ้นมาได้สูงกว่าในอดีตแล้ว อาทิ ระดับการลงทุนที่แท้จริงของเกาหลีใต้ที่อยู่สูงกว่าก่อนเกิดวิกฤต 1.5 เท่า มาเลเซีย 1.8 เท่า อินโดนีเซีย 2.2 เท่า และฟิลิปปินส์ 2.5 เท่า ในขณะที่ไทยยังอยู่เพียง 0.9 เท่า (รูปที่ 1)

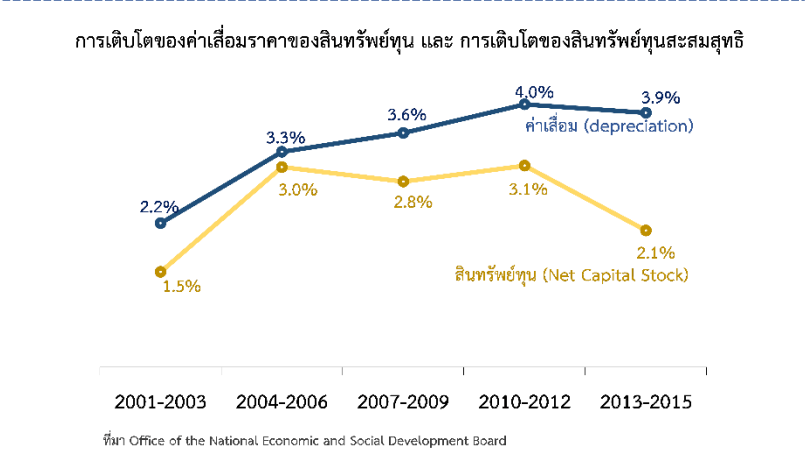
รูปที่ 1



## 2

2 ใน 3 ของการลงทุนในปี 2013 - 2015<sup>2</sup> เป็นเพียงการลงทุนเพื่อทดแทนค่าเสื่อม<sup>3</sup> สะท้อนว่าธุรกิจลงทุนใหม่ไม่ทันกับการเสื่อมสภาพของเครื่องจักรเก่า โดยค่าเสื่อมของสินทรัพย์ทุนในช่วงดังกล่าวมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 3.9% ต่อปี สูงกว่าการสะสมทุนสุทธิ (Net capital stock) ที่เติบโต 2.1% ต่อปี (รูปที่ 2)

รูปที่ 2



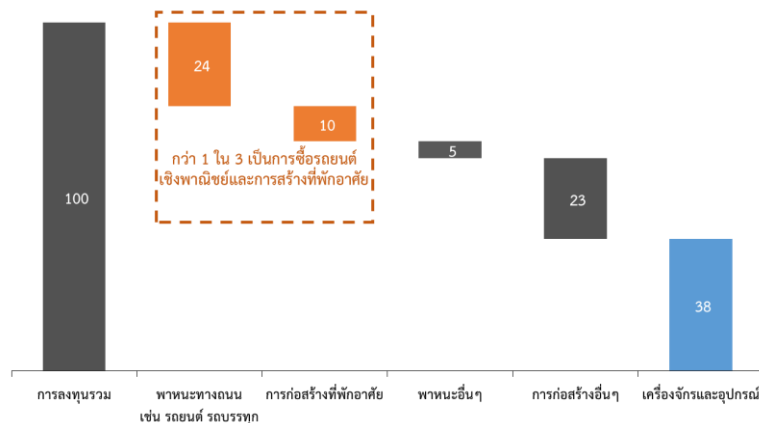
<sup>1</sup> หมายถึงระดับการลงทุนหลังหักเงินเพื่อ และรวมการลงทุนทั้งของภาครัฐและเอกชน  
<sup>2</sup> พิจารณานิปี 2013-2015 เพราะเป็นช่วงภาวะปกติ ส่วนปี 2011-2012 ไม่ใช่ช่วงภาวะปกติเพราะเกิดน้ำท่วมใหญ่ในปี 2011และจำเป็นต้องลงทุนใหญ่เพื่อซ่อมแซมความเสียหายจากน้ำท่วมในปี 2012 ขณะที่ข้อมูลในปี 2016 ยังไม่มีการเผยแพร่  
<sup>3</sup> เพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนวิกฤตปี 1997 ที่มีสัดส่วนเพียง 1 ใน 3 โดยพิจารณาการลงทุนทั้งของภาครัฐและเอกชน

### 3

กว่า 1 ใน 3 ของเงินลงทุนในปี 2013-2015 เป็นการสร้างที่พักอาศัย และการซื้อรถยนต์เชิงพาณิชย์<sup>4</sup> ซึ่ง 60% เป็นรถกระบะ<sup>5</sup> อาจไม่ช่วยให้ผลผลิตการผลิตของไทยเพิ่มขึ้นมากนัก หรือเกิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ต่อเนื่องในระยะยาว ขณะที่การลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์มีสัดส่วนไม่ถึงครึ่งหนึ่งของการลงทุนรวม โดยในช่วงปี 2013-2015 การซื้อรถยนต์เชิงพาณิชย์และการสร้างที่พักอาศัยคิดเป็นประมาณ 24% และ 10% ของเงินลงทุนรวม ตามลำดับ (รูปที่ 3) อีกทั้งในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา การซื้อรถยนต์เชิงพาณิชย์โตเฉลี่ยถึงปีละ 9% ในขณะที่การลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยเพียงปีละ 1%

รูปที่ 3

สัดส่วนสินทรัพย์ทุนแต่ละประเภท (%)



ที่มา Office of the National Economic and Social Development Board 2013-2015

### 4

มูลค่าการนำเข้าเครื่องจักรเฉลี่ยในปี 2014-2016<sup>6</sup> ลดลงราว 1.3 แสนล้านบาท เทียบกับปี 2013 ยิ่งไปกว่านั้น ธุรกิจที่นำเข้าเครื่องจักรมากขึ้นเมื่อเทียบกับ 3 ปีก่อน กลับเป็นธุรกิจโทรคมนาคม และพลังงานทดแทนที่คิดรวมกันเป็นสัดส่วนถึง 1 ใน 4 ของการนำเข้าเครื่องจักรและอุปกรณ์ทั้งหมด อีกทั้งยังเป็นธุรกิจที่ได้รับประโยชน์จากนโยบายส่งเสริมและการให้สัมปทานภาครัฐ สะท้อนว่าไม่ใช่เพียงระดับการลงทุนในภาพรวมที่ลดลง แต่ที่มาของเม็ดเงิน

<sup>4</sup> การลงทุนนับรวมกิจกรรมการก่อสร้าง และเครื่องมือ ซึ่งรวมยานพาหนะ เครื่องจักรที่ใช้ในการผลิต และเครื่องใช้สำนักงาน

<sup>5</sup> ข้อมูลรถกระบะ ใช้ตัวแทน (proxy) จากจำนวนรถบรรทุกส่วนบุคคลจดทะเบียนใหม่ กรมการขนส่งทางบก

<sup>6</sup> เริ่มพิจารณาปี 2014 เพราะต้องใช้การนำเข้าสินค้าทุนปี 2013 ซึ่งเป็นปีปกติ เป็นฐานในการเปรียบเทียบ

ลงทุนที่เหลืออยู่ ส่วนหนึ่งยังต้องพึ่งการสนับสนุนจากภาครัฐ ถ้าไม่มีนโยบายภาครัฐ เอกชนอาจไม่ได้ลงทุนขนาดนี้ อดีตรัฐมนตรีเห็นมูลค่าการนำเข้าเครื่องจักรในไตรมาสแรกปี 2017 ดีขึ้นในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องใช้ไฟฟ้าตามการส่งออกที่โตขึ้น

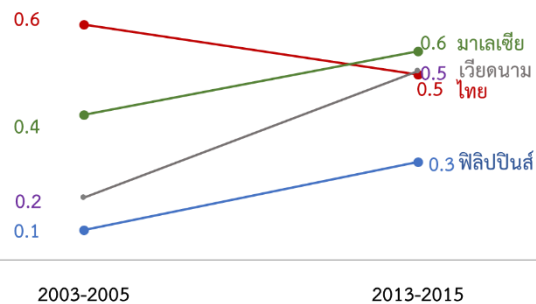
“...ความสามารถในการดึงดูดการลงทุนของไทยน้อยลง”

## 5

ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา มูลค่าเงินลงทุนสุทธิจากต่างประเทศ (Net Foreign Direct Investment: Net FDI)<sup>7</sup> ที่ไหลเข้าไทยหายไปเกือบ 40% จนไทยกลายเป็นประเทศเดียวในอาเซียนที่สูญเสีย Market share ในการดึงดูด Net FDI จากโลกในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (รูปที่ 4) ขณะที่ภูมิภาคอาเซียนเป็นภูมิภาคที่ดึงดูดเงินลงทุนทั่วโลกได้เพิ่มขึ้นมากที่สุดใเอเชีย

รูปที่ 4

สัดส่วน Net FDI แต่ละประเทศต่อเงินลงทุนทั้งโลก (%)



ที่มา: World Bank  
หมายเหตุ:

1/ ลิงค์ไปมีสัดส่วน Net FDI Inflow ต่อ Net FDI Inflow ของโลกเพิ่มขึ้นมากที่สุดในอาเซียน โดยเพิ่มขึ้นจาก 2% เป็น 3.4%  
2/ สาเหตุที่ใช้ค่าเฉลี่ย 3 ปี เนื่องจากข้อมูลปี 2014 ลดลงมากเหลือ 4,975 ล้านดอลลาร์สหรัฐ จากหมวดที่ไม่ระบุชื่ออุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยช่วงปี 2012-2013 ที่อยู่ที่ 14,400 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

<sup>7</sup> Net FDI (เงินลงทุนสุทธิจากต่างประเทศ) คือเงินลงทุนจากต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในไทย หักด้วย เงินลงทุนจากต่างประเทศที่ถอนทุนออกไป ซึ่งประกอบด้วยการลงทุนในหุ้นเรือนหุ้น กำไรที่นำกลับมาลงทุน และการกู้ยืมจากบริษัทในเครือในต่างประเทศ ซึ่งรวมสินเชื่อทางการค้าและเงินกู้ยืม แต่การวิเคราะห์ของบทความนี้จะไม่นับรวมสินเชื่อทางการค้า และเหตุผลที่ใช้ Net เพราะสะท้อนความน่าดึงดูดการลงทุนของไทยโดยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ ทั้งในด้านเงินไหลเข้าและการถอนทุนกลับของนักลงทุนต่างชาติ

## 6

กว่า 3 ใน 4 ของ Net FDI ที่หายไป ลดลงในภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing) และมีข้อสังเกตอีกว่า Net FDI ที่หายไป เป็นเพราะเม็ดเงินลงทุนขาเข้าประเทศที่ลดลงมากกว่าการถอนการลงทุนออกไปต่างประเทศ<sup>8</sup> โดยธุรกิจที่มียอดคงค้างการลงทุนต่างประเทศ (Outstanding FDI) ที่ลดลงมากที่สุด คือ อุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้าและชิ้นส่วน นอกจากนี้ บางส่วนของการลงทุนจากต่างประเทศในภาคบริการเป็นการควบรวมกิจการ (M&A) ไม่ใช่การลงทุนใหม่ ซึ่งอาจช่วยให้ผลิตภาพการผลิตของไทยเพิ่มขึ้นไม่มากนัก เช่น ปี 2013 มีธุรกิจหนึ่งควบรวมกิจการกัน มูลค่าสูงถึงครึ่งหนึ่งของเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศในภาคบริการในปีนั้น

## 7

การออกไปลงทุนในต่างประเทศของธุรกิจไทยแซงหน้า FDI ไปแล้ว โดยในปี 2015-2016<sup>9</sup> มูลค่าการออกไปลงทุนสุทธิในต่างประเทศของธุรกิจไทย (Net Thailand Direct Investment: Net TDI<sup>10</sup>) มีมูลค่า 3.9 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้นจนแซงหน้า Net FDI ที่มีมูลค่า 2.4 แสนล้านบาทไปแล้ว (รูปที่ 5) หรือหากเทียบกับเมื่อ 10 ปีก่อน Net TDI เพิ่มขึ้นถึง 12 เท่า ส่วนหนึ่งจากการเปิดเสรีเงินทุนเคลื่อนย้ายในปี 2012 ทำให้เงินลงทุนไทยที่ไปลงทุนต่างประเทศโตเฉลี่ยกว่า 6% ต่อปี หลังจากการเปิดเสรี อย่างไรก็ตาม แม้การออกไปลงทุนในต่างประเทศจะมีผลดีโดยตรงต่อการสร้างรายได้ให้แก่ธุรกิจ แต่ปัจจุบันยังไม่เห็นประโยชน์ในระดับประเทศที่ชัดเจนเท่าที่ควร<sup>11</sup> เพราะอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการเปิดเสรีเงินทุน จึงเห็นเงินส่งกลับจากต่างประเทศเฉลี่ยเพียง 7% ของ Net TDI

<sup>8</sup> ปี 2005-2006 เปรียบเทียบกับ ปี 2015-2016 โดยเฉลี่ยเม็ดเงินลงทุนขาเข้าประเทศ (Gross Inflow FDI) หายไป 3.6 แสนล้านบาท มากกว่าการถอนการลงทุนออกไปต่างประเทศ (Gross Outflow FDI) ที่หายไป 2.6 แสนล้านบาท ซึ่งสาเหตุที่พิจารณาปี 2005-2006 เทียบกับปี 2015-2016 เพราะข้อมูล FDI เริ่มตั้งแต่ปี 2005

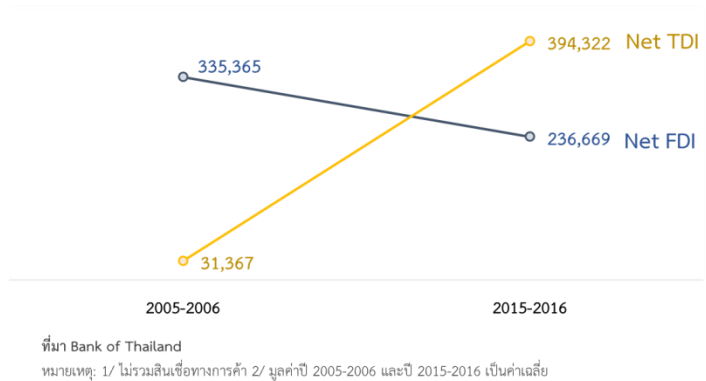
<sup>9</sup> ข้อมูล FDI และ TDI เริ่มต้นเมื่อปี 2005 จึงใช้ข้อมูลเฉลี่ยปี 2005-2006 เทียบกับ 2015-2016 เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนแปลงในช่วง 10 ปี

<sup>10</sup> Net TDI คือเงินลงทุนของธุรกิจไทยที่ไปลงทุนในต่างประเทศ หักด้วย เงินลงทุนของธุรกิจไทยที่ถอนทุนกลับประเทศซึ่งการวิเคราะห์ของบทความนี้จะไม่นับรวมสินเชื่อทางการค้า

<sup>11</sup> ด้วยเหตุผลอย่างน้อย 2 ข้อ (1) ขึ้นกับนโยบายการส่งกำไรและเงินปันผลกลับ อาจเป็นไปได้ว่าช่วงนี้เป็นช่วงเริ่มต้นของการเปิดเสรีเงินทุน จึงเห็นเงินส่งกลับจากต่างประเทศเฉลี่ยเพียง 7% ของมูลค่าการออกไปลงทุนสุทธิในต่างประเทศ ขณะที่ประเทศญี่ปุ่นอยู่ที่ 50% (IMF, Balance of Payment statistics) (2) ยังสรุปไม่ได้ว่าไทยจะได้ประโยชน์จาก TDI ในแบบได้หวั่นหรือญี่ปุ่น เนื่องจากรูปแบบธุรกิจต่างกัน ส่วนใหญ่ไทยออกไปลงทุนในธุรกิจที่เป็นการผลิตที่คล้ายกับการผลิตที่อยู่ในประเทศไทย (Horizontal TDI) มากกว่าการลงทุนเพื่อต่อยอดสายการผลิต (Vertical TDI) (Horizontal, Vertical And Conglomerate OFDI: Evidence From Thailand, Annonjarn, 2016)

รูปที่ 5

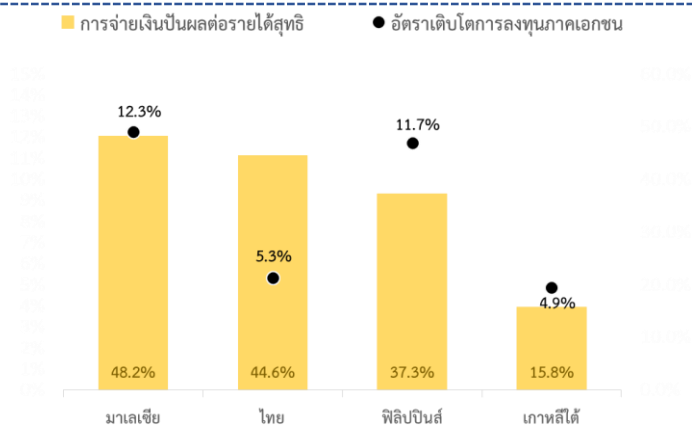
Net TDI และ Net FDI (ล้านบาท)



8

แม้ว่าธุรกิจมีกำไร แต่การลงทุนภาคเอกชนไทยต่ำ ทำให้จ่ายปันผลสูง โดยบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ (บจ.) รายงานกำไรสุทธิปี 2016 ถึง 9 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 30% จากปีก่อนหน้า สูงสุดในรอบ 5 ปี<sup>12</sup> ขณะที่ธุรกิจไม่ค่อยลงทุนในประเทศ ทำให้ธุรกิจไทยจำเป็นต้องจ่ายปันผลสูง (รูปที่ 6)

รูปที่ 6



ที่มา: World Bank และ Bloomberg 2010-2016

<sup>12</sup> ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จาก 8 ข้อเท็จจริงพบว่า ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา การลงทุนไทยต่ออาคารเหมือนคนป่วยซึมมานาน และยิ่งพุ่งตัวไปแบบหนึ่งๆ เห็นได้จากการลงทุนส่วนใหญ่เป็นเพียงเพื่อให้พอชดเชยกับค่าเสื่อม ยิ่งไปกว่านั้น ธุรกิจก็มีเงิน แต่ไม่ค่อยลงทุน จึงเกิดคำถามตามมาว่าเหตุใดจึงเป็นเช่นนั้น แล้วไทยควรทำอะไร และไม่ควรรทำอะไร เพื่อกระตุ้นให้เกิดการลงทุนอีกครั้ง อ่านต่อได้ในบทความย่อยที่ 2 ทำไมระดับการลงทุนภาคเอกชนไทยต่ำ ควรทำและไม่ควรรทำอะไร

# ทำไมระดับการลงทุนภาคเอกชนไทยต่ำ ควรทำและไม่ควรทำอะไร

โดย เศรษฐวุฒิ สุทธิวาทนฤพุดิ / กฤษฎี ศรีปราชญ์ / จารีย์ ปิ่นทอง / ศิริกัญญา ตันสกุล/  
รุจา อติศรกาญจน์ / แพรวไพลิน วงษ์สินธุวิเศษ / พิมพ์อร วัชรประภาพงศ์

สิงหาคม 2560

ในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา หลายคนออกมาพูดถึงสาเหตุที่ทำให้การลงทุนไทยอยู่ในระดับต่ำมาก แต่ไทยก็ยังไม่สามารถแก้ปัญหาการลงทุนได้สักที และจากที่เราได้ทราบถึง 8 ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการลงทุนไทยแล้ว ทำให้เริ่มมีคำถามว่า “สรุปแล้วการลงทุนต่ำมาจากสาเหตุอะไรกันแน่” ดังนั้น การทำ Check list เหตุผลที่ทำให้การลงทุนภาคเอกชนอยู่ในระดับต่ำ จะช่วยวิเคราะห์ให้เห็นสาเหตุที่ “ใช่” และ “ไม่ใช่” ชัดเจนขึ้น ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าสิ่งสำคัญที่ทำให้การลงทุนภาคเอกชนต่ำไม่ได้อยู่ที่ตัวเงิน แต่เป็นเพราะ (1) รูปแบบการค้าและการบริโภคเปลี่ยนไป (2) การลงทุนภาครัฐส่วนใหญ่เป็นลักษณะซ่อมสร้างที่ไม่ช่วยให้เกิดการลงทุนใหม่ ๆ จากภาคเอกชนมากนัก และ (3) ดัชนีทุนการระดมทุนของไทยสูงกว่าประเทศอื่น

## 1

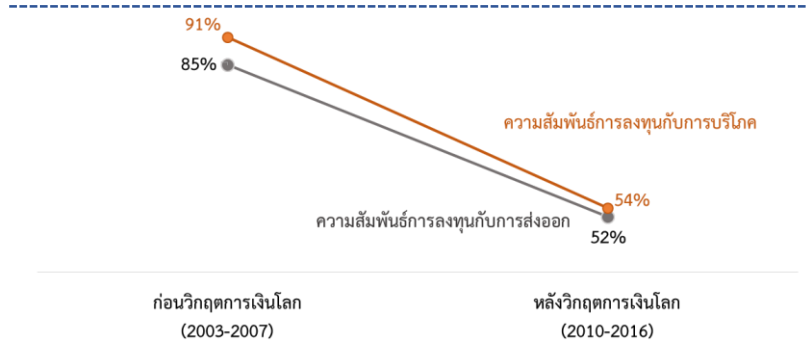
การลงทุนต่ำ ไม่ใช่เพราะความต้องการสินค้าสำหรับส่งออกและบริโภคในประเทศลดลงเพียงอย่างเดียว แต่เป็นเพราะ “รูปแบบการค้าและการบริโภคเปลี่ยนไป” ด้วย เห็นได้จากความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนกับการส่งออกและการบริโภคที่ลดลงชัดเจน

หลังวิกฤตการเงินโลกหลายคนมองว่าความต้องการสินค้าส่งออกของไทย (Demand) อยู่ในภาวะซบเซา ทำให้ไม่มีการลงทุนเพิ่มเติม

อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันแม้การส่งออกจะปรับดีขึ้น แต่การลงทุนภาคเอกชนอาจไม่เพิ่มขึ้นมากเท่าเดิม เพราะการลงทุนมีความสัมพันธ์กับการส่งออกน้อยลงหลังช่วงวิกฤต ถ้าการส่งออกไทยเพิ่มขึ้น 1% การลงทุนจะเพิ่มขึ้นเพียง 0.52% ลดลงจาก 0.85% ในช่วงก่อนวิกฤต (รูปที่ 7) และถึงความต้องการสินค้าจะเพิ่มขึ้น ไทยอาจไม่สามารถดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศได้มากนัก เห็นได้จากสัดส่วน FDI ของไทยที่ลดลงประเทศเดียวในอาเซียน



## รูปที่ 7



ที่มา: Office of the National Economic and Social Development Board 2003-2016

นอกจากนี้ การลงทุนอาจไม่เติบโตไปกับการบริโภคในประเทศเท่าในอดีต แม้ความต้องการในประเทศเติบโตได้ต่อเนื่องโดยเฉลี่ย 2.5% แต่กว่าครึ่งหนึ่งมาจากการใช้จ่ายด้านบริการที่มากขึ้น และมีข้อสังเกตว่าภาคบริการหลายอย่างไม่ต้องอาศัยการลงทุนขนาดใหญ่ แบบการสร้างโรงงานอุตสาหกรรม

โครงสร้างการบริโภคที่เน้นการใช้จ่ายด้านบริการมากขึ้นทำให้การลงทุนมีความสัมพันธ์กับการบริโภคลดลงจาก 91% ในช่วงปี 2003-2007 เหลือ 54% ในช่วงปี 2010-2016 ดังนั้น แนวคิดที่จะใช้นโยบายกระตุ้นกำลังซื้ออย่างเดียวยังคงไม่ช่วยแก้ปัญหาให้การลงทุนเพิ่มขึ้นได้นัก เพราะความต้องการซื้อของที่เพิ่มขึ้นคงจะไม่กระตุ้นการลงทุนเหมือนในอดีต

สิ่งที่ควรทำคือเพิ่มความสามารถในการแข่งขันให้ธุรกิจสามารถพัฒนาสินค้าให้มีความซับซ้อนและเป็นที่ต้องการมากขึ้น เพื่อให้ไทยสามารถส่งออกแข่งขันกับต่างประเทศได้ โดยควรพัฒนาทั้งเทคโนโลยีและนวัตกรรมให้สอดคล้องกับแนวโน้มเทคโนโลยีใหม่ของโลกที่เปลี่ยนแปลงไป เช่น Automation หรือ A.I. (Artificial Intelligence) (อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมในบทความย่อยที่ 3: หน้าตาการลงทุนในอนาคตจะเป็นแบบใด) และพัฒนาแรงงานให้มีทักษะตรงกับที่ธุรกิจต้องการหรือดึงคนเก่ง (Talent) เฉพาะด้านที่ไทยยังขาดเข้า

มาในประเทศไทย<sup>13</sup> โดยล่าสุดอันดับของ Innovation index ของไทยยังคง อยู่ห่างจากคู่แข่งอย่างสิงคโปร์ และมาเลเซียที่อยู่ในอันดับ 7 และ 37 ตามลำดับ ขณะที่ไทยอยู่อันดับ 51 ของโลก<sup>14</sup>

## 2

การลงทุนต่ำ ไม่ใช่เพราะภาครัฐลงทุนไม่เพียงพอ เห็นได้จากเม็ดเงินลงทุนภาครัฐโตเร็วมากถึง 20% ต่อปี แต่อาจเป็นเพราะเม็ดเงินลงทุนกว่า 2 ใน 3 จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ<sup>15</sup>เป็นโครงการลักษณะซ่อมสร้างที่ไม่ทำให้เกิดการลงทุนใหม่ๆ จากภาคเอกชนมากนัก ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งขนาดใหญ่ที่คาดว่าจะส่งผลให้เกิดการลงทุนใหม่จากภาคเอกชนยังอยู่ในระยะเริ่มต้น

ในช่วงปี 2015-2016 เม็ดเงินลงทุนภาครัฐโตเร็วมากถึง 20% ต่อปี เร่งขึ้นมากจากช่วง 10 ปีก่อนหน้าที่โตเฉลี่ยเพียง 2% ต่อปี แต่ไม่ทำให้การลงทุนใหม่ๆ จากภาคเอกชนเพิ่มขึ้นนัก เพราะกว่า 2 ใน 3 ของเม็ดเงินจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 4 มาตรการเป็นโครงการลักษณะซ่อมสร้าง โดยส่วนใหญ่เป็นการซ่อมสร้างถนนทางหลวง โครงการชลประทาน และอาคารสำนักงาน

ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งขนาดใหญ่ที่คาดว่าจะส่งผลให้เกิดการลงทุนใหม่ของภาคเอกชน ยังอยู่ในระยะเริ่มต้น ก่อสร้างจึงอาจยังไม่จูงใจให้เกิดการลงทุนใหม่ของภาคเอกชนได้มากในระยะนี้ หรือบางโครงการที่มีศักยภาพอาจมีเหตุที่ทำให้ต้องเลื่อนการลงทุนของรัฐออกไป จนทำให้นักลงทุนเกิดความไม่เชื่อมั่น เช่น โครงการระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (Eastern Economic

<sup>13</sup> กระทรวงแรงงาน ศึกษา และอุตสาหกรรมต้องร่วมกันวางแผนและพัฒนาแรงงานให้ตรงกับความต้องการของธุรกิจในอนาคตเหมือนกับที่สิงคโปร์ทำ คือ ทั้ง 3 กระทรวงจะต้องร่วมกันหารือกับภาคธุรกิจที่เป็นนักลงทุนเป้าหมายว่าในอีก 5 ปี เทคโนโลยีด้านใดจะเป็นที่นิยม และธุรกิจต้องการแรงงานแบบใด พร้อมทั้งเริ่มพัฒนาคนไปพร้อมๆ กับแผนฟูมฟักอุตสาหกรรม

<sup>14</sup> World Intellectual Property Organization (2017). *The Global Innovation Index 2017 Innovation Feeding the World*.

<sup>15</sup> บประมาณจัดสรรของมาตรการด้านการใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ใช้ในช่วง ปี 2015-2017 (มาตรการฯ) ซึ่งมีมูลค่าราว 9.5 หมื่นล้านบาท ประกอบไปด้วย 4 มาตรการย่อยตามวงเงินที่ใช้จัดสรร ได้แก่ 1) มาตรการกระตุ้นการลงทุนขนาดเล็กของรัฐบาลทั่วประเทศจากงบกลางปี 2015 วงเงิน 2.4 หมื่นล้านบาท 2) มาตรการกระตุ้นการลงทุนขนาดเล็กของรัฐบาลทั่วประเทศจากงบประมาณปี 2016 วงเงิน 1.6 หมื่นล้านบาท 3) มาตรการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้จ่ายงบประมาณปี 2017 วงเงิน 3.5 หมื่นล้านบาท และ 4) มาตรการกระตุ้นวงเงินขนาดเล็กทั่วประเทศปี 2017 วงเงิน 2.3 หมื่นล้านบาท (โดยทั้ง 4 มาตรการมีรายการใช้จ่ายทั้งสิ้นจำนวน 247,794 รายการด้วยกัน) (SCB EIC Outlook Q2/2017)

Corridor: EEC) ซึ่งเป็นโครงการที่มีศักยภาพที่จะเป็นจุดเริ่มต้นของ Thailand 4.0 ในการสร้างอนาคตการลงทุนไทย แต่ก็เห็นการเลื่อนในหน้าสื่อมาแล้วถึง 3 ครั้ง<sup>16</sup>

ดังนั้น การที่รัฐบาลลงทุนในปริมาณมาก แต่ถ้ายังไม่ใช้โครงการที่ก่อให้เกิดการต่อยอดจากภาคธุรกิจ คงไม่ช่วยแก้ปัญหา

สิ่งที่ควรทำ คือ ทำให้เกิดการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ที่ช่วยให้เกิดการต่อยอดและขยายธุรกิจ ประกอบกับการสร้างสภาพแวดล้อมที่เอื้อต่อการลงทุน เช่น การลดกฎระเบียบที่ไม่จำเป็น (Regulatory reform / Regulatory guillotine) เป็นต้น แม้ที่ผ่านมากภาครัฐได้เริ่มทำไปบ้างแล้ว<sup>17</sup> แต่อาจยังไม่เพียงพอ นอกจากนี้ ความชัดเจนของนโยบายและความสามารถในการดำเนินงานตามแผนที่ประกาศไว้ เป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นแล้วพร้อมจะลงทุน

### 3

การลงทุนต่ำ ไม่ใช่เพราะปัญหาขาดเงินทุน แต่เป็นเพราะต้นทุนการระดมทุนไทยสูงกว่าประเทศอื่น และธุรกิจมักไม่ค่อยปรับระดับอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ยอมรับได้ (Hurdle rate)

ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ธุรกิจมีสภาพคล่องล้น เอกชนใช้วงเงินสินเชื่อธุรกิจไปเพียงครึ่งเดียวของที่ธนาคารอนุมัติ หรือราว 49% และยังสามารถจ่ายปันผลได้สูง สะท้อนว่าธุรกิจโดยเฉลี่ยยังมีวงเงินเหลืออีกมากที่สามารถนำไปใช้เพื่อการลงทุนได้

ขณะเดียวกันต้นทุนดอกเบี้ยดูเหมือนจะต่ำ โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันแทบจะต่ำที่สุดในประวัติศาสตร์ เป็นรองก็เพียงช่วงวิกฤติ Dot Com และ Subprime<sup>18</sup> เท่านั้น โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน

<sup>16</sup> ในช่วงครึ่งหลังของปี 2016 ข่าวเกี่ยวกับ พ.ร.บ. EEC ระบุว่า “คาดว่าจะกฎหมายจะมีผลบังคับใช้ภายในต้นปี 2560” (กรุงเทพธุรกิจและผู้จัดการ 5 ตุลาคม 2016) / ในช่วงต้นปี 2017 ข่าวเกี่ยวกับ พ.ร.บ. EEC ระบุว่า “น่าจะบังคับใช้ได้ช่วง มี.ค.-เม.ย.” และ “คาดว่าจะกฎหมายจะมีผลบังคับใช้ภายในไตรมาสที่ 2” (ไทยรัฐ 2 ก.พ. 2017 และเนชั่น 17 เม.ย. 2017/ในช่วง พ.ค. 2017 พ.ร.บ. EEC ถูกเลื่อนอย่างเป็นทางการเพื่อปรับบททวนกฎหมายในหัวข้อต่างๆ โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จ “ภายใน ต.ค. 2017” (ไทยรัฐ 24 พ.ค. 2017)

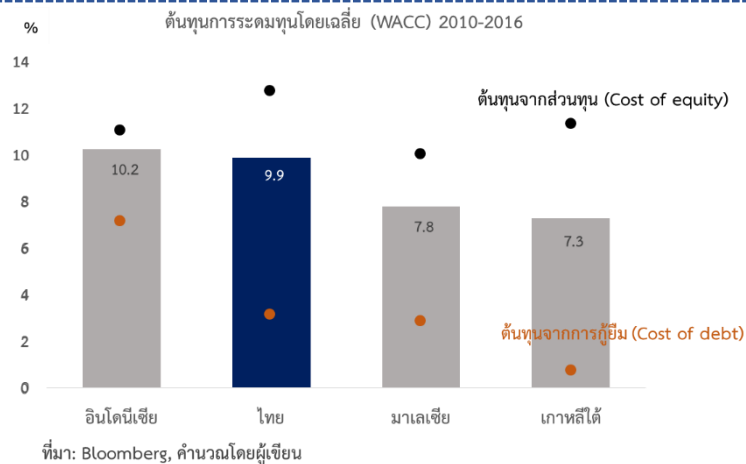
<sup>17</sup> อันดับ IMD Competitiveness Ranking ล่าสุดปรับดีขึ้นจากอันดับที่ 28 เป็น 27

<sup>18</sup> ดอกเบี้ยนโยบายเคยต่ำที่สุดที่ 1.25% ช่วงวิกฤติ Dot Com (June 03 – July 04) และ วิกฤติ Subprime (April 09 - June 10)

อยู่ที่ 1.5% เกือบจะต่ำที่สุดในภูมิภาค (เอเชีย)<sup>19</sup> และอยู่ในช่วงขาลงมากกว่า 5 ปี นานกว่าประเทศอื่นๆ ในกลุ่ม

แม้อัตราดอกเบี้ยไทยจะต่ำ แต่เหตุที่ธุรกิจยังไม่ลงทุน<sup>20</sup> เป็นเพราะแม้ธุรกิจจะมีต้นทุนจากการกู้ยืม (Cost of debt) ก่อนข้างต่ำสอดคล้องกับทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่ต้นทุนการระดมทุนโดยเฉลี่ยของธุรกิจ (WACC<sup>21</sup>) ยังขึ้นอยู่กับต้นทุนจากส่วนทุน (Cost of equity) ด้วย ซึ่งต้นทุนจากส่วนทุนโดยเฉลี่ยของไทยยังสูงกว่าประเทศเพื่อนบ้าน<sup>22</sup> ดังนั้น WACC ของไทยจึงยังสูงกว่าประเทศอื่นอยู่ประมาณ 2%<sup>23</sup> (รูปที่ 8)

รูปที่ 8



<sup>19</sup> เกาหลีใต้ 1.25% และ ไต้หวัน 1.38% หรือหากดูจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริง ที่คำนวณจากเงินเพื่อคาดการณ์ 1 ปีข้างหน้า (Consensus Economics) ก็พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทยเกือบจะต่ำสุดในภูมิภาคเช่นกัน

<sup>20</sup> บริษัทจะตัดสินใจลงทุนก็ต่อเมื่อผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนนั้นมากกว่าอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ยอมรับได้ เช่น ถ้าบริษัทหนึ่งกู้เงินมาลงทุน โดยต้องจ่ายดอกเบี้ย 5% บริษัทก็ต้องมองหาโครงการที่ได้ผลตอบแทนมากกว่า 5% จึงจะคุ้มที่จะลงทุน แต่บริษัททั่วไปไม่ได้ระดมทุนจากการกู้เงินเพียงอย่างเดียว แต่ใช้จากส่วนทุนด้วย ต้นทุนของการระดมทุนโดยรวมจึงมาจากต้นทุนเฉลี่ยของการกู้ และการระดมทุนจากตลาดหุ้น ตามสัดส่วนว่าจะกู้มากกั้น้อย หรือใช้เงินจากตลาดหุ้นมากหรือน้อย ในทางปฏิบัติ ธุรกิจไม่ได้พิจารณาเฉพาะอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ยอมรับได้ (Hurdle rate) เท่านั้น บริษัทยังพิจารณา Internal Rate of Return (IRR) ในการสะท้อนผลตอบแทนของการลงทุน แต่ละโครงการ ซึ่งคำนึงถึงระยะเวลาในการคืนทุนด้วย โดย IRR ที่บริษัทกำหนดก็คิดมาจากค่าเฉลี่ยในอดีต เช่นเดียวกับ Hurdle rate

<sup>21</sup> Weighted Average Cost of Capital (WACC) ซึ่งประกอบด้วยต้นทุนจากส่วนทุน (Cost of equity) และต้นทุนจากการกู้ยืม (Cost of debt)

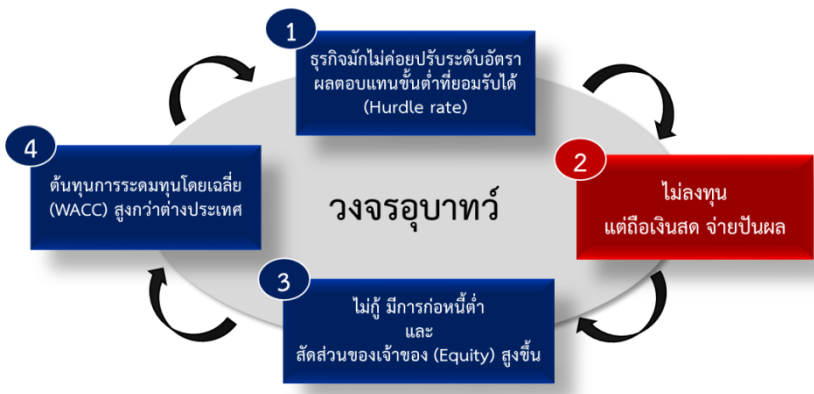
<sup>22</sup> เฉลี่ยตั้งแต่ปี 2010 ถึง 2016

<sup>23</sup> อาทิ ธุรกิจกลุ่ม Chemical ไทยสูงกว่ามาเลเซียประมาณ 4% และกลุ่ม Telecommunication ไทยสูงกว่ามาเลเซียประมาณ 2%

นอกจากต้นทุนการระดมทุนโดยรวมจะสูงแล้ว ธุรกิจมักไม่ค่อยปรับระดับอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ยอมรับได้ (Hurdle rate) ทำให้ธุรกิจอาจตัดสินใจไม่ลงทุน เพราะคิดอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่พึงรับได้โดยอ้างอิงระดับในอดีต 10 ปีที่แล้วเมื่อครั้งภาวะเศรษฐกิจยังรุ่งเรือง เมื่อ Hurdle rate ยังสูงอยู่ ทำให้ธุรกิจจึงอาจเลือกที่จะไม่ลงทุนในหลายๆ โครงการที่สนใจ

เมื่อไม่ลงทุน บางบริษัทเลือกที่จะถือเงินสดในระดับสูงเพื่อรักษาสภาพคล่อง และเป็นเงินทุนสำรองที่จะใช้สำหรับลงทุนในโครงการที่เห็นว่า มีอัตราผลตอบแทนสูงมากพอ กำไรส่วนหนึ่งที่บริษัทได้รับจึงนำมาจ่ายเป็นเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น ซึ่งส่งผลให้บริษัทเป็นที่น่าเชื่อถือและดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาซื้อหุ้นเพิ่ม ทำให้สัดส่วนของเจ้าของหรือ Equity สูงขึ้น ต้นทุนการระดมทุนโดยเฉลี่ยจึงเพิ่มขึ้นอีก ดังนั้น อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ยอมรับได้จึงไม่ลดตามดอกเบี้ยที่ลดลงเสียที เกิดเป็นวงจรอุบาทว์ (Vicious cycle) (รูปที่ 9)

รูปที่ 9



ดังนั้น นโยบายการให้สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (Soft loan) อาจไม่ได้ช่วยให้เกิดการลงทุนได้มากเพราะช่วยธุรกิจเพียงบางกลุ่ม สิ่งที่ควรทำ คือ ธุรกิจอาจต้องยอมรับว่าในโลกใหม่การสร้างผลตอบแทนให้ได้เท่าเดิมจะยากขึ้น และควรปรับตัว โดยการปรับ Hurdle rate เพื่อให้เหมาะสมกับสถานการณ์ใหม่และการปรับ Capital structure เพื่อให้สามารถลงทุนได้ด้วยต้นทุนที่ลดลง

สาเหตุที่การลงทุนต่ำ	นโยบายที่ควรทำ
<p>1. ไม่ใช่เพราะ ... ความต้องสินค้าน่าลดลงเพียงอย่างเดียว แต่เป็นเพราะ ... รูปแบบการค้าและการบริโภคเปลี่ยนไป</p> <p>(1) ความต้องการสินค้าส่งออกน้อยลงแม้เศรษฐกิจโลกยังพอเติบโตได้ นอกจากนี้ ความสัมพันธ์ระหว่างการส่งออกไทยกับการลงทุนลดลงจาก 85% ในช่วงปี 2003-2007 เหลือเพียง 52% ในช่วงปี 2010-2016</p> <p>(2) กว่าครึ่งของการบริโภคในประเทศที่ขยายตัวในช่วงหลังเป็นการใช้จ่ายในภาคบริการ และมีความสัมพันธ์กับการลงทุนน้อยลงจาก 91% ในช่วงปี 2003-2007 เหลือเพียง 54% ในช่วงปี 2010-2016</p>	<p>เพิ่มความสามารถในการแข่งขันเพื่อรองรับการลงทุนที่จะเปลี่ยนไป โดยเน้นการพัฒนาทั้งเทคโนโลยีและนวัตกรรม รวมถึงพัฒนาแรงงานให้มีทักษะตรงกับที่ธุรกิจต้องการหรือดึงคนเก่ง (Talent) เฉพาะด้านที่ไทยยังขาดเข้ามาในประเทศ</p>
<p>2. ไม่ใช่เพราะ ... ไม่ใช่เพราะภาครัฐลงทุนไม่เพียงพอ แต่เป็นเพราะ ... เม็ดเงินลงทุนกว่า 2 ใน 3 จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเป็นโครงการลักษณะซ่อมสร้างที่ไม่ทำให้เกิดการลงทุนใหม่ ๆ จากภาคเอกชนมากนัก ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งขนาดใหญ่ที่คาดว่าจะส่งผลให้เกิดการลงทุนใหม่จากภาคเอกชนยังอยู่ในระยะเริ่มต้น</p>	<p>ทำให้โครงการลงทุนภาครัฐใหญ่เกิดขึ้นจริงตามกรอบเวลา และปรับบทบาทภาครัฐจากการเป็นผู้ขับเคลื่อนเศรษฐกิจด้วยตัวเอง สู่การเป็นผู้สร้างสภาพแวดล้อมที่อำนวยความสะดวก ต่อภาคประชาชน และเอื้อต่อการดำเนินธุรกิจและการลงทุนของภาคเอกชน (Ease of doing business) ซึ่งล้วนเป็นสิ่งที่ไม่มีคนอื่นทำ แต่มีความจำเป็นต่อประเทศ เช่น การลดกฎระเบียบที่ไม่จำเป็น (Regulatory guillotine) สร้างระบบแรงจูงใจให้ธุรกิจลองผิดลองถูกให้คนที่ล้มเหลวสามารถลุกขึ้นได้ไม่ยาก และพัฒนาระบบการศึกษาให้คนมีทักษะตรงกับที่ธุรกิจต้องการ</p>
<p>3. ไม่ใช่เพราะ ... ปัญหาขาดแคลนเงินทุน เพียงอย่างเดียว แต่เป็นเพราะ ... ต้นทุนการระดมทุนโดยเฉลี่ย (WACC) ของไทยยังสูงกว่าประเทศอื่นอยู่ประมาณ 2% และธุรกิจมักไม่ค่อยปรับระดับอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ยอมรับได้ (Hurdle rate)</p>	<p>ธุรกิจอาจต้องยอมรับว่าในโลกใหม่การสร้างผลตอบแทนให้ได้เท่าเดิมจะยากขึ้น และควรปรับตัวโดยการปรับ Hurdle rate เพื่อให้เหมาะสมกับสถานการณ์ใหม่และการปรับ Capital structure เพื่อให้สามารถลงทุนได้ด้วยต้นทุนที่ลดลง</p>

ทั้งหมดนี้เป็นการพิจารณาข้อเท็จจริงจากข้อมูลในอดีต แต่หากพูดถึงการลงทุนไทยแล้ว ประเด็นสำคัญคงไม่ใช่เพียงแต่ที่ว่าทำไมที่ผ่านมาการลงทุนไทยต่ำ แต่ยังมีประเด็นที่ชวนคิดไม่น้อยไปกว่ากัน คือ ภายใต้อาณาจักรที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว หน้าตาการลงทุนในอนาคตจะเปลี่ยนไปอย่างไร จะเป็นโจทย์ที่ยากกว่าการแก้ปัญหาการลงทุนต่ำหรือไม่ อ่านต่อได้ในบทความย่อยที่ 3 หน้าตาการลงทุนในอนาคตจะเป็นแบบใด

# หน้าตาการลงทุนในอนาคตจะเป็นแบบใด

โดย เศรษฐวุฒิ สุทธิวาทนฤพวุฒิ / กฤษฏี ศรีปราชญ์ / จารีย์ ปิ่นทอง / ศิริกัญญา ตันสกุล/  
รุจา อติศรกาญจน์ / แพรวไพลิน วงษ์สินธุวิเศษ / พิมพ์อร วัชรประภาพงค์

สิงหาคม 2560

หากพูดถึงการลงทุนไทยแล้ว ความท้าทายที่สำคัญคงไม่ใช่แค่เพียงประเด็นที่ผ่านมามีการการลงทุนไทยต่ำ เพราะถึงแม้จะแก้ปัญหาการลงทุนต่ำได้ แต่ในอนาคตอาจไม่เห็นหน้าตาการลงทุนเป็นแบบในอดีต เพราะการลงทุนที่เริ่มเกิดขึ้นใหม่โดยเน้นเทคโนโลยีเริ่มเปลี่ยนโฉมการทำธุรกิจหลายอย่าง มองไปข้างหน้า ลักษณะการลงทุนแบบใหม่นี้จะเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้ **Business model** และ **Landscape** ของการลงทุนในหลายประเทศเปลี่ยนไป

ตัวอย่างที่ชัดเจนคือ Facebook ซึ่งเป็นตัวแทนของธุรกิจรูปแบบใหม่ มูลค่าหลักทรัพย์ของ Facebook เท่ากับของ GE กับ Walmart รวมกัน แต่ Facebook จ้างพนักงานน้อยกว่าถึง 150 เท่า นี่คือการแตกต่างที่เห็นได้ชัดเจนระหว่างโลกอุตสาหกรรมแบบเก่า และโลกเทคโนโลยีแบบใหม่ที่เรากำลังก้าวเข้าไป

ด้วยนวัตกรรมใหม่ๆที่เกิดขึ้น ทำให้การลงทุนมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนไปจากที่เราเคยรู้จักเช่นกัน หากลองจินตนาการ หน้าตาการลงทุนในอนาคตจะเปลี่ยนไป 3 ด้าน

มูลค่าการลงทุนอาจไม่เท่าเดิม

1

ด้วยเทคโนโลยีที่เปลี่ยนไป อาจทำให้ความต้องการในการลงทุนสินทรัพย์ถาวร (Fixed asset) โดยรวมลดลง เพราะ 1) MNEs<sup>24</sup> ภาคบริการที่มาพร้อมกับ เทคโนโลยีใหม่ๆ อาจมีการลงทุนต่างประเทศน้อยกว่า MNEs ภาคอุตสาหกรรม เนื่องจากสามารถให้บริการในต่างประเทศได้โดยไม่ต้องลงทุนในประเทศปลายทาง เช่น Google มีการสร้างระบบจัดเก็บข้อมูลกลาง (Data center) 15 แห่งเพื่อให้บริการทั่วโลก แต่ในจำนวนนี้มีเพียง 2 แห่งที่อยู่ในเอเชีย ได้แก่

“มูลค่าหลักทรัพย์ของ Facebook เท่ากับของ GE กับ Walmart รวมกัน แต่ Facebook จ้างพนักงานน้อยกว่าถึง 150 เท่า”

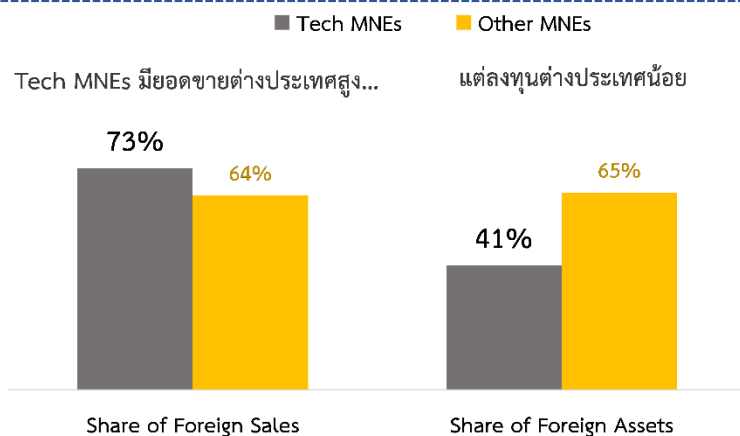
“Google มี Data center 15 แห่งทั่วโลก แต่มีเพียง 2 แห่งที่ลงทุนในเอเชีย”

<sup>24</sup> Multinational Enterprises

สิงคโปร์และไต้หวัน ส่วนอีก 13 แห่งในอเมริกาและยุโรป และ

**2) ธุรกิจในประเทศมีความจำเป็นในการลงทุนเองลดลง** เนื่องจากธุรกิจไม่ต้องลงทุนสินทรัพย์ถาวรด้วยตนเอง แต่สามารถซื้อบริการจาก Service provider ได้ เป็นการใช้ Resource sharing มากขึ้น เช่น ธุรกิจ A ที่เป็นผู้ประกอบการรายย่อยสามารถเข้าถึงคอมพิวเตอร์ที่มีศักยภาพในการประมวลผลสูง โดยไม่จำเป็นต้องลงทุนเอง เพราะสามารถใช้บริการ Cloud computing ของ Amazon Web services (AWS) โดยที่ธุรกิจ A ไม่ต้องลงทุนสร้างและดูแลระบบเอง ซึ่งรูปแบบที่กล่าวมาข้างต้นเป็นไปในทิศทางเดียวกับการสำรวจของ UNCTAD<sup>25</sup> ที่เปรียบเทียบ Tech MNEs และ MNEs ทั่วไป พบว่าทั้งสองประเภทมีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศใกล้เคียงกัน แต่ Tech MNEs มีการลงทุนในต่างประเทศที่น้อยกว่า (รูปที่ 10) สะท้อนว่าไทยไม่อาจคาดหวังให้เม็ดเงินลงทุนจาก Tech MNEs ได้มากเหมือนกับ MNEs ทั่วไปอย่างในอดีต

รูปที่ 10



ที่มา World Investment Report 2017, UNCTAD

<sup>25</sup> UNCTAD. (2017). *World Investment Report*.



“บริษัท Foxconn ผู้ผลิต  
สินค้ารายใหญ่ให้กับ  
Apple ลดพนักงานใน  
โรงงานแห่งหนึ่งลงเกือบ  
ครึ่งจาก 1.1 แสนคน  
เหลือเพียง 5 หมื่นจาก  
การใช้หุ่นยนต์ทดแทนใน  
สายการผลิต”

## การลงทุนแบบใหม่กระทบต่อการจ้างงาน

เมื่อการลงทุนใช้เทคโนโลยีที่ซับซ้อนมากขึ้น ก็ยังต้องการแรงงานที่ทักษะสูงในการทำงานร่วมกับเครื่องจักรมากขึ้น และยังมีโอกาสที่เทคโนโลยีจะเข้ามาทดแทนแรงงานด้วย โดยเมื่อหุ่นยนต์และ A.I. เข้ามามีส่วนร่วมในกระบวนการผลิตมากขึ้น บทบาทของแรงงานแบบเดิมลดลง เกิด “Job Polarization” กลุ่มแรงงานทักษะสูงและทักษะพื้นฐานจะได้รับผลกระทบจำกัด แต่แรงงานทักษะระดับกลางจะค่อย ๆ หายไป<sup>26</sup> เพราะกลุ่มแรงงานทักษะสูงที่ทำงานร่วมกับเครื่องจักรและเทคโนโลยีได้ดี รวมถึงเป็นผู้คิดค้นผลิตภัณฑ์นวัตกรรมใหม่ๆ ถูกแทนที่ได้อย่างยิ่ง ทั้งแรงงานกลุ่มนี้ยังมีความสามารถในการสร้างงานประเภทใหม่ ๆ สูงขึ้น ส่วนกลุ่มแรงงานทักษะพื้นฐานที่ค่าแรงถูกก็ไม่จูงใจต่อการนำเทคโนโลยีมาใช้ทดแทนแรงงาน หรือแรงงานที่ทำงานด้านบริการก็ยังจำเป็นเพราะมนุษย์ยังต้องการมีปฏิสัมพันธ์กับคนมากกว่าเครื่องจักรหรือเทคโนโลยี

เราเริ่มเห็นตัวอย่างแรงงานทักษะระดับกลางที่ถูกทดแทนด้วย IT และ Automation แล้วในต่างประเทศ เช่น ในจีน บริษัท Foxconn ที่เป็นผู้ผลิตสินค้าให้กับ Apple ลดพนักงานลงเกือบครึ่งหนึ่งในโรงงานแห่งหนึ่งที่มณฑลเจียงซู ประเทศจีน จากที่เคยมีพนักงานในสายการผลิตถึง 110,000 คน แต่ปัจจุบันเหลือเพียง 50,000 คน จากการใช้หุ่นยนต์ทดแทนในสายการผลิต<sup>27</sup> หรือในญี่ปุ่น บริษัท Fukoku ที่เป็นประกันภัยใช้ A.I. มาคำนวณเบี้ยประกันภัยแทนพนักงานเดิมที่เคยมีอยู่ถึง 30 คน<sup>28</sup>

ตัวอย่างข้างต้น ทำให้เกิดประเด็นที่ชวนคิดว่า ขนาดบริษัท Foxconn ยังมีการปรับลดพนักงาน แล้วอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ไทยที่มีแรงงานสูงถึงประมาณ 300,000 คน จะได้รับผลกระทบนี้เท่าไร

หรือแม้แต่กลุ่มอาชีพที่ใช้ทักษะสูงก็ใช่ว่าจะนั่งนอนใจได้ในทุกอาชีพ เพราะอาชีพที่เราเคยคิดว่าถูกทดแทนได้ยากอย่างบุคลากรทางการแพทย์ ยังอาจมีคู่แข่งเป็นเทคโนโลยีได้ เช่น ล่าสุดมีการพัฒนา A.I. มาใช้ช่วยในการอ่านฟิล์ม X-rays เพื่อวินิจฉัยโรค<sup>29</sup> หรือแม้แต่บทความนี้เองใน

<sup>26</sup> Autor and Dorn (2013). *The Growth of Low-Skill Service Jobs and the Polarization of the U.S. Labor Market.*

<sup>27</sup> BBC. (2016). *Foxconn replaces '60,000 factory workers with robots'*

<sup>28</sup> The guardian. (2017). *Japanese company replaces office workers with artificial intelligence.*

<sup>29</sup> Molteni. (2017). *If you look at X-rays or moles for a living, A.I. is coming for your job.*

อนาคตอาจถูกเขียนด้วย A.I หากเรามองดูจากปัจจุบันที่ A.I. เริ่มถูกนำมาใช้ในการเขียนรายงานข่าว<sup>30</sup>

### 3

มีแนวโน้มเป็นโลกที่มีความเหลื่อมล้ำสูงขึ้น โดยผลประโยชน์จากการลงทุนจะกระจุกตัวในรายใหญ่หรือผู้นำตลาด และกระจุกตัวในบางประเทศ

“ผลประโยชน์จากการลงทุนจะกระจุกตัวในรายใหญ่หรือผู้นำตลาด (Winner-take-all)”

เมื่อการลงทุนสามารถใช้เทคโนโลยีได้มากขึ้น ทำให้มีโอกาสสูงที่ผลประโยชน์จากการลงทุนจะกระจุกตัวในรายใหญ่หรือผู้นำตลาด (Winner-take-all) เพราะธุรกิจที่พึ่งพาเทคโนโลยีสูง บริษัทที่เป็นผู้นำจะมีผลิตภาพการผลิตที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็กมากขึ้นเรื่อย ๆ<sup>31</sup> เพราะผู้นำตลาดจะมีความสามารถในการประยุกต์ใช้และพัฒนาเทคโนโลยีได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก และทำให้ยังสร้างรายได้ทั้งห่างจากบริษัทขนาดเล็ก ตัวอย่างที่เห็นชัดที่สุดคือ ธุรกิจ ICT<sup>32</sup> ที่ศักยภาพการผลิต (Productivity) ระหว่างกลุ่มผู้นำและกลุ่มรั้งท้าย (Frontier firm and laggards) มีความแตกต่างสูง แถมในกลุ่มผู้นำด้วยตนเอง บริษัท Top 2% (Elite) ก็ยังทำได้ดีกว่าบริษัทที่อยู่ใน Top 10% มาก<sup>33</sup> (รูปที่ 11) ซึ่งจะเห็นได้ว่า ผู้ได้รับประโยชน์มีน้อยรายและสามารถสร้างผลประโยชน์จากการลงทุนและผลิตได้เรื่อยๆ จึงเกิดประเด็นที่ชวนคิดต่อว่า หากหน้าตาโลกใหม่เป็นแบบนี้ จะยังทำให้รายใหม่หรือรายเล็กมีโอกาสเกิดและอยู่รอดได้ยากมากขึ้นหรือไม่ โดยหากดูโครงสร้างธุรกิจของไทย เรามีสัดส่วนธุรกิจขนาดเล็กค่อนข้างสูง มีการจ้างงานมาก แต่ศักยภาพการผลิตต่ำเมื่อเทียบกับมาเลเซียและฟิลิปปินส์<sup>34</sup> จึงอาจทำให้ธุรกิจขนาดเล็กของไทยเผชิญกับความยากในการปรับตัวต่อ Trend ใหม่

<sup>30</sup> The guardian. (2016). *Written out of story robots capable making the news.*

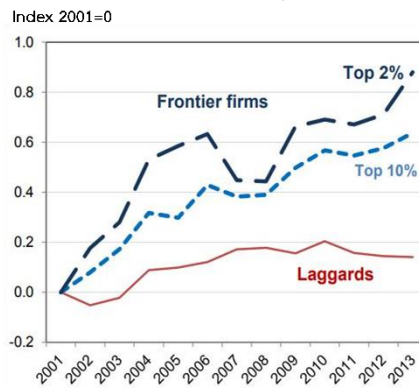
<sup>31</sup> Bank of England. (2017). *The financial system and productive investment: new survey evidence.*

<sup>32</sup> Andrews et al. (2016). *The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy.*

<sup>33</sup> นอกจากนี้ สัดส่วนจำนวนบริษัทอายุน้อย (0-5 ปี) มีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ ขณะที่บริษัทอายุมากกว่า 10 ปี สัดส่วนสูงขึ้น (ยิ่งแก่ ยิ่งอยู่นาน, ยิ่ง laggard ยิ่งอายุสั้น)

<sup>34</sup> เมื่อเปรียบเทียบสัดส่วนการจ้างงานของ SMEs ต่อ contribution to GDP ที่ไทยต้องใช้แรงงานจำนวนมากกว่าในการสร้าง GDP เท่ากับ มาเลเซีย และ ฟิลิปปินส์ (Asian Development Bank Institute. (2015). *SMEs Internationalization and Finance in Asia.*

ผลิตภาพการผลิตของธุรกิจ ICT



ที่มา "The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy", OECD Productivity Working Papers  
หมายเหตุ: 1/ กราฟแสดงผลิตภาพการผลิตจากการใช้ปัจจัยการผลิตร่วมกัน (Multi-factor Productivity)

นอกจากนี้ ผลประโยชน์จากการลงทุนยังมีแนวโน้มกระจุกตัวในประเทศที่เป็นเจ้าของเทคโนโลยีโดยเฉพาะสหรัฐอเมริกาและจีน<sup>35</sup> โดยเฉพาะธุรกิจที่พึ่งพิงการใช้ข้อมูลอย่างเข้มข้นอย่าง Facebook, Google, Alibaba จึงยากที่ประเทศกำลังพัฒนาจะสามารถแข่งขันในธุรกิจลักษณะนี้ได้ ทำให้ผลประโยชน์จากการลงทุนด้านเทคโนโลยีไม่กระจายไปสู่ประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ และการเพิ่มขึ้นของบริษัทผู้นำนี้ส่งผลให้เกิดการกระจุกตัวของการจ้างงานในบางบริษัท และการจ้างงานโดยรวมลดลง<sup>36</sup> ส่งผลให้เกิดความเหลื่อมล้ำที่สูงขึ้นทั้งในระดับธุรกิจ (Sector) และระดับประเทศ

ในตอนนี้เราเห็นแล้วว่า เทคโนโลยีโดยเฉพาะ Automation และ A.I. จะกระทบใน 3 ด้าน คือ 1) ไทยอาจคาดหวังเม็ดเงินลงทุนไม่ได้มากเท่าเดิม เนื่องจาก Tech MNEs ลงทุนไม่ได้มากเหมือนกับ MNEs ทั่วไปอย่างในอดีต และเทคโนโลยีทำให้ธุรกิจในประเทศมีความจำเป็นในการลงทุนเอง ลดลง 2) การจ้างในทุกกลุ่มทักษะจะเปลี่ยนแปลงไป ไม่ใช่เฉพาะแรงงานทักษะพื้นฐาน (Blue collar) เท่านั้น 3) โลกมีความเหลื่อมล้ำสูงขึ้น ผลประโยชน์กระจุกตัวในผู้นำตลาดและในบางประเทศ

<sup>35</sup> New York Time. (2017). *The Real Threat of Artificial Intelligence*.

<sup>36</sup> Autor et al. (2017). *The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms*.

ตัวอย่างที่เห็นชัดในไทย คือ เรื่องการจ้างงาน แนวโน้มของเทคโนโลยีใหม่จะส่งผลต่อไทยอย่างไร เพื่อให้เห็นภาพ ลองนึกดูว่า หากความผันของการมีชีวิตที่ดีขึ้น คือการออกจากบ้านเกิดเพื่อเข้ามาหางานในเมืองใหญ่ ทำงานในโรงงานหรือห้างสรรพสินค้า หรือหากความผันสู่การเป็นชนชั้นกลางคือการเรียนจบมหาวิทยาลัย ทำงานในบริษัทที่มั่นคง ทั้งสองความผันต่างคาดหวังต่อการมีชีวิตความเป็นอยู่ที่ดี แต่จะเป็นอย่างไรหากพบว่า ต้องใช้เวลาหรือลงทุนหาความรู้ใส่ตัว มากถึง 1 ใน 4 ของชีวิตเพียงเพื่อจะรู้ว่า ฝันนั้นเริ่มเลือกราง โลกได้เปลี่ยนไปแล้ว ความรู้ ความสามารถ แบบเดิมไม่เพียงพอต่อการปรับตัวอยู่รอดได้ในโลกใหม่ เพราะสิ่งที่โลกคาดหวังกลับกลายเป็นระบบที่ชาญฉลาดและทรงประสิทธิภาพ (A.I. & Automation) ทำยที่สุดอาจพบว่า ตำแหน่งงานที่คาดหวังมีโอกาสดูถูกแทนที่ด้วย Automation โดยจากงานของ McKinsey (2017) พบว่า 3 ภาคเศรษฐกิจหลักของไทย (ภาคการผลิต, โรงแรมและภัตตาคาร, คำส่งคำปลีก) มีโอกาสมากกว่า 50% ที่จะถูกทดแทนด้วย Automation ซึ่ง 3 ภาคเศรษฐกิจดังกล่าวมีจำนวนแรงงานกว่า 40% ของจำนวนแรงงานทั้งหมด

เมื่อเทคโนโลยีเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ เส้นทางสู่การมีชีวิตความเป็นอยู่ที่ดีมีทางเลือกน้อยลง พร้อมกับความท้าทายที่เพิ่มขึ้น การวางแผนเพื่อรับเรื่องดังกล่าวจึงเป็นสิ่งสำคัญ เพราะถึงที่สุดแล้วไม่ใช่การลงทุนหรือเศรษฐกิจที่ดีที่เราใส่ใจ หากแต่เป็นการมีคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นต่างหาก อื่นๆ ล้วนเป็นทางผ่านไปสู่เป้าหมาย



จากการพยายามวิเคราะห์ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการลงทุนไทย หาสาเหตุของการลงทุนต่ำ รวมถึงพยายามวาดภาพหน้าตาการลงทุนในอนาคต ให้สอดคล้องกับช่วงเวลาของการขับเคลื่อนนโยบาย Thailand 4.0 จึงเป็นความท้าทายที่ต้องคิดร่วมกันว่าจะทำอย่างไรจึงสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ให้ได้มากที่สุด ซึ่งสิ่งเหล่านี้ช่วยกระตุ้นให้เราต้องคิดใหม่เกี่ยวกับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะโจทย์ของไทยในการก้าวข้ามกับดักรายได้ปานกลาง (Middle income trap) ดังนั้น ...

1) แม้การลงทุนของไทยที่ผ่านมาจะต่ำไม่ว่ามองจากมุมไหน แต่การหมกมุ่นกับเม็ดเงินลงทุนเพียงอย่างเดียวไม่อาจตอบโจทย์ของประเทศได้ เนื่องจากเมื่อมองไปข้างหน้าเทคโนโลยีอาจทำให้เม็ดเงินลงทุนไม่ได้มากเท่าเดิม ดังนั้น การลงทุนต้องเพิ่มศักยภาพการผลิต โดยเน้นการพัฒนาทั้งเทคโนโลยีและนวัตกรรม ทำให้เกิดการถ่ายทอดองค์ความรู้

2) ไม่ใช่แค่พยายามยกระดับห่วงโซ่การผลิต (Value chain) เพียงอย่างเดียว แต่ต้องปรับตัวสู่ Digital value chain ที่ต้องการศักยภาพและทักษะแบบใหม่ในการเกาะเกี่ยวกระแสเทคโนโลยีเพื่อมุ่งสู่การเป็นประเทศรายได้สูง

3) ปรับบทบาทภาครัฐจากการเป็นผู้ขับเคลื่อนเศรษฐกิจด้วยตัวเองสู่การเป็นผู้สร้างสภาพแวดล้อมที่อำนวยความสะดวกต่อภาคประชาชน และเอื้อต่อกลไกการดำเนินธุรกิจและการลงทุนของภาคเอกชน (Ease of doing business) ซึ่งล้วนเป็นสิ่งที่ไม่มีคนอื่นทำ แต่มีความจำเป็นต่อประเทศ เช่น การลดกฎระเบียบที่ไม่จำเป็น (Regulatory guillotine) สร้างระบบแรงจูงใจให้ธุรกิจลองผิดลองถูก ให้คนที่ล้มเหลวสามารถลุกขึ้นได้ไม่ยาก และพัฒนาระบบการศึกษาให้คนมีทักษะตรงกับที่ธุรกิจต้องการ

4) ไม่ส่งเสริมการลงทุนตามประเภทอุตสาหกรรม แต่ควรส่งเสริมตามสิ่งที่ผลิตแล้วมีมูลค่าเพิ่ม เพราะมีตัวอย่างให้เห็นถึงการเลือกสนับสนุนบางภาคเศรษฐกิจ แต่ไม่ยั่งยืน ดังกรณีอินเดียที่เรามักคิดว่าเป็นประเทศที่มีจุดแข็งด้าน IT business แต่ตอนนี้บางตำแหน่งงานถูกทดแทนจากการมาของ A.I.<sup>37</sup>

ทั้งหมดนี้เพื่อให้การลงทุนตอบโจทย์แท้จริงของประเทศ ที่ไม่เพียงแต่ต้องการให้เศรษฐกิจเติบโตดีหรือพัฒนาศักยภาพการผลิตโดยรวม แต่เป้าหมายสูงสุดคือการยกระดับคุณภาพชีวิตโดยเสมอหน้า ขยายโอกาสให้กับธุรกิจรายย่อย และกระจายความเท่าเทียมแรงงานในช่วงเวลาต้องเผชิญกับการเปลี่ยนแปลง โดยใช้โอกาสนี้ในการแก้ไขผิดพลาดลดความเหลื่อมล้ำ ส่งผ่านความมั่งคั่งจากการพัฒนาเศรษฐกิจได้อย่างแท้จริง (เสี่ยที)

---

<sup>37</sup> New York Time. (2017). *Indian Technology Workers Worry About a Job Threat: Technology.*

## ผู้จัดทำ

### ดร. เศรษฐพุฒิ สุทธิวาทนฤพุฒิ

มีประสบการณ์ด้านการวิจัยที่องค์กรเอกชนและภาครัฐเกี่ยวกับด้านการเงินและการดำเนินนโยบายทั้งในและต่างประเทศมากกว่า 20 ปี ยามว่างในปัจจุบัน กลับมาเล่นเทนนิสหลังจากที่ว่างไม่มาเกือบ 20 ปี จบการศึกษาปริญญาตรี (เกียรตินิยมสูงสุด) จาก Swarthmore College ปริญญาโทและปริญญาเอกจาก Yale University

### กฤษฎี ศรีปราชญ์

มีประสบการณ์ 5 ปีด้านเศรษฐกิจมหภาค มีความสนใจด้านนโยบายการพัฒนา การออกแบบเชิงสถาบัน และปรัชญา ปัจจุบันศึกษาบทบาทของเทคโนโลยีในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเศรษฐกิจสังคม และการนำเสนอข้อมูลเพื่อกระตุ้นให้เกิดการถกเถียงเกี่ยวกับนโยบายสาธารณะในวงกว้าง จบการศึกษาปริญญาตรีจากคณะเศรษฐศาสตร์ สำนักสยามยาน

Email: krits@bot.or.th

### ดร. จารีย์ ปิ่นทอง

จบการศึกษาระดับปริญญาตรีจาก Wellesley College สหรัฐอเมริกา ปริญญาโทและปริญญาเอกจาก University of Oxford สหราชอาณาจักร มีความสนใจด้านเศรษฐศาสตร์การพัฒนา โดยเฉพาะการเชื่อมโยงความเข้าใจเกี่ยวกับพฤติกรรมครัวเรือน ตลาดแรงงาน และความเหลื่อมล้ำ ปัจจุบันรับผิดชอบงานด้านเศรษฐกิจมหภาค โครงสร้างเศรษฐกิจไทย และผลกระทบทางเศรษฐกิจของสังคมสูงวัย ชอบดูรายการทำอาหารและท่องเที่ยวธรรมชาติ

Email: jareep@bot.or.th

### ศิริกัญญา ตันสกุล

ใช้เวลา 9 ปีไปกับการเรียนวิชาเศรษฐศาสตร์ ได้ปริญญาจากมหาวิทยาลัยริมแม่น้ำเจ้าพระยา ที่กรุงเทพฯ และริมแม่น้ำ Garonne ที่เมืองตูลูส ความถนัดและเชี่ยวชาญจึงอยู่สายงานวิจัยและวิชาการด้านนโยบาย แต่มีความสนใจในประเด็นทางสังคมที่หลากหลาย เช่น ความเท่าเทียม สังคมเมือง ความหลากหลายทางเพศ งานอดิเรก ชอบดูหนังสือสารคดีและหนังสืออื่นดี

### รุจา อติศรกาญจน์

มีประสบการณ์ 7 ปีด้านการลงทุนภาคเอกชนและภาพรวมของเศรษฐกิจไทย สนใจ Mega trend ของโลก และการดำเนินนโยบายของต่างประเทศ เวลาพักผ่อนชอบไปทะเล รู้สึกว่าการดำน้ำสร้างแรงบันดาลใจใหม่ให้ชีวิตได้ จบการศึกษาปริญญาตรี (เกียรตินิยมอันดับ 1) และปริญญาโทสาขาเศรษฐศาสตร์จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Email: rujaa@bot.or.th

### แพรวไพลิน วงษ์สินธุวิเศษ

ปัจจุบันทำงานเกี่ยวกับการวิเคราะห์การลงทุนภาคเอกชนและภาพรวมเศรษฐกิจไทย มีความสนใจเรื่องพฤติกรรมกรรมการลงทุนทั้งในตลาดการเงินและ Real Sector งานอดิเรกติดตามภาวะอสังหาริมทรัพย์ และชอบอ่านหนังสือวรรณกรรมเยาวชน จบการศึกษาปริญญาตรีสาขาเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ และปริญญาโท MSc. International Finance and Economic Development, University of Kent ประเทศอังกฤษ

Email: praewpaw@bot.or.th

### พิมพอร์ วัชรประภาพงศ์

ศึกษาด้านเศรษฐศาสตร์จาก Yale University ทางฝั่งสหรัฐอเมริกา ต่อด้วย University of Oxford ทางฝั่งอังกฤษ ก่อนจะกลับมาทำงานด้านนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนและนโยบายตลาดการเงิน นอกจากงานด้านเศรษฐศาสตร์แล้ว พิมพอร์มีความสนใจในศาสตร์แขนงอื่นๆ เช่นกัน ไม่ว่าจะเป็น psychology Linguistics หรือ Neuroscience และยังชื่นชอบการท่องเที่ยวโบราณสถาน

Email: pimornw@bot.or.th