



เมื่อไทยลงทุนต่างประเทศน้อยเกินไป: สืบสาวปัจจัย โยงใยผลกระทบ

พรเพ็ญ สดศรีชัย
สั๊กกะภพ พันธุ์ยานุกูล
นันทพร พงศ์พัฒนานนท์

สัมมนาวิชาการธนาคารแห่งประเทศไทย ประจำปี 2554

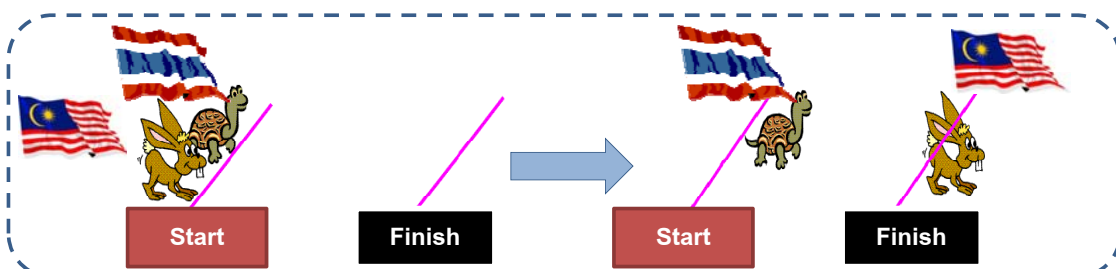
21 ตุลาคม 2554

1



แรงจูงใจของการศึกษา

- ภายใต้บริบทใหม่ของเอเชีย ทำอย่างไรจึงจะ “เร่งเครื่อง” ประเทศ เพื่อรักษาความอยู่ดีกินดี
- การ “ติดกับ” จำกัดตัวเองเฉพาะการลงทุนในประเทศ (มี Home-bias) จะทำให้พลาดโอกาส โดยเฉพาะด้านการกระจายความเสี่ยงของประเทศ เพื่อรักษามาตรฐานการบริโภค
- ประเทศเพื่อนบ้าน เช่น มาเลเซีย มีการ “ก้าวล้ำ” ไปมากกว่าไทยแค่ไหน และไทยต้อง “ก้าวยาว” เพียงใดจึงจะตามทัน



2

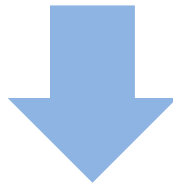


งานศึกษาที่ต้องการจะตอบคำถาม 3 ข้อ

1. ประเทศไทยมี Home-bias ทั้งในรูปการลงทุนโดยตรงและการลงทุนในหลักทรัพย์ (หุ้นและพันธบัตร) หรือไม่

2. Home-bias ส่งผลต่อมาตรฐานการบริโภค หรือไม่ อย่างไร

3. สาเหตุของการมี Home-bias



ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

3

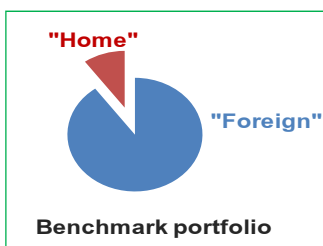


บทศึกษาที่ 1: ประเทศไทยมี Home-bias หรือไม่

1.1 นิยามของ Home-bias (HB)

■ **ขนาด/ดีกรีของการกระจุกตัว (Overweight)** ของการลงทุนในประเทศเมื่อเทียบกับ Benchmark Portfolio ที่อิงกับ Country หรือ Market Size ของแต่ละประเทศในโลก

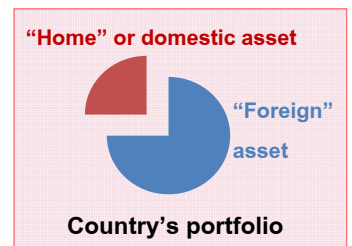
□ การศึกษาใช้ข้อมูลรายปี 1970-2009 ของ 30 ประเทศ จาก 5 ทวีป



สัดส่วน
การลงทุน
ในต่างประเทศ
ที่ใช้อ้างอิง



สัดส่วน
การลงทุน
ในต่างประเทศ
ที่เกิดขึ้นจริง

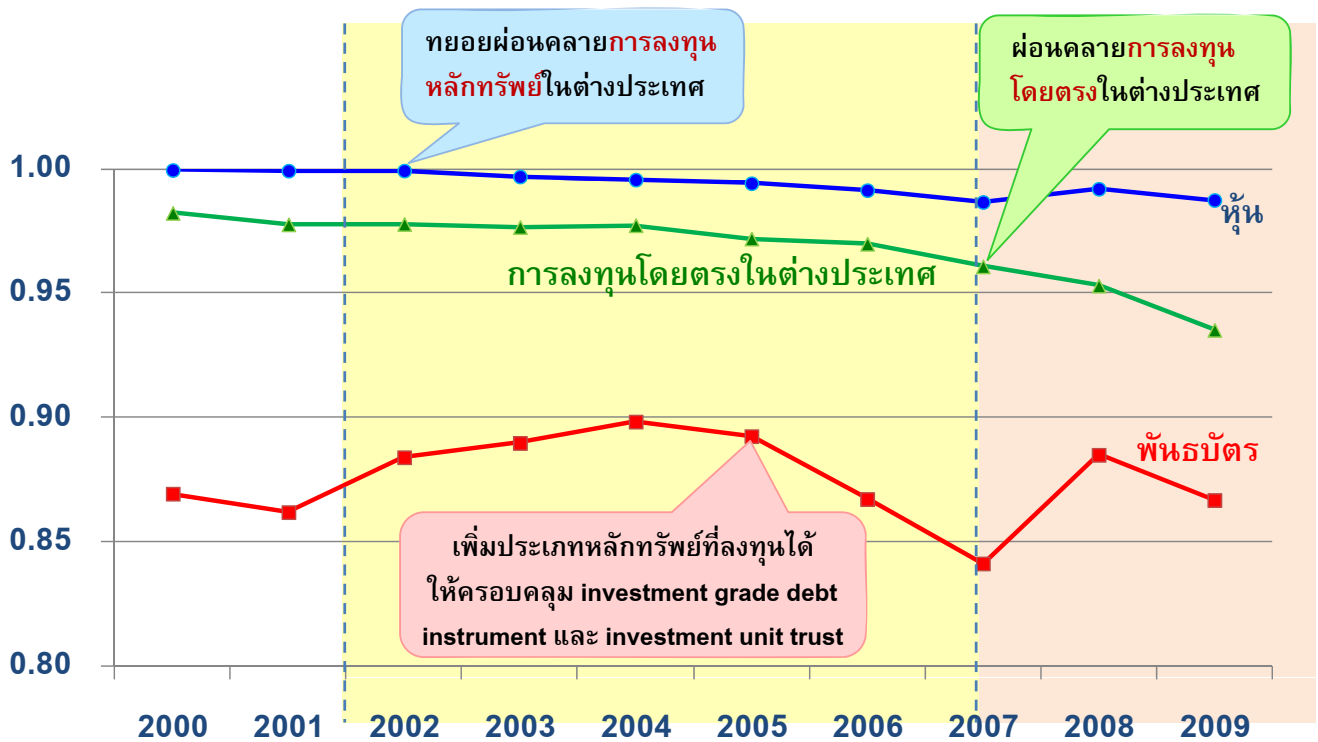


$$\text{Home-bias} = 1 - \frac{\text{สัดส่วนการลงทุนในต่างประเทศที่เกิดขึ้นจริง}}{\text{สัดส่วนการลงทุนในต่างประเทศที่ใช้อ้างอิง}}$$

Home-bias เข้าใกล้ 1 ถือว่าสูง สะท้อนว่าการลงทุนจริง < การลงทุนที่ใช้อ้างอิง

4

1.2 พัฒนาการ Home-bias ของไทย - การปรับตัวด้าน Home-bias ใช้เวลา



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย, CEIC, IMF และ UNCTAD, คำนวณ Home-bias โดยผู้จัดทำบทความ

5

1.3 Home-bias ของไทยเทียบกับประเทศต่างๆ

จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างประเทศ 30 ประเทศ พบว่า

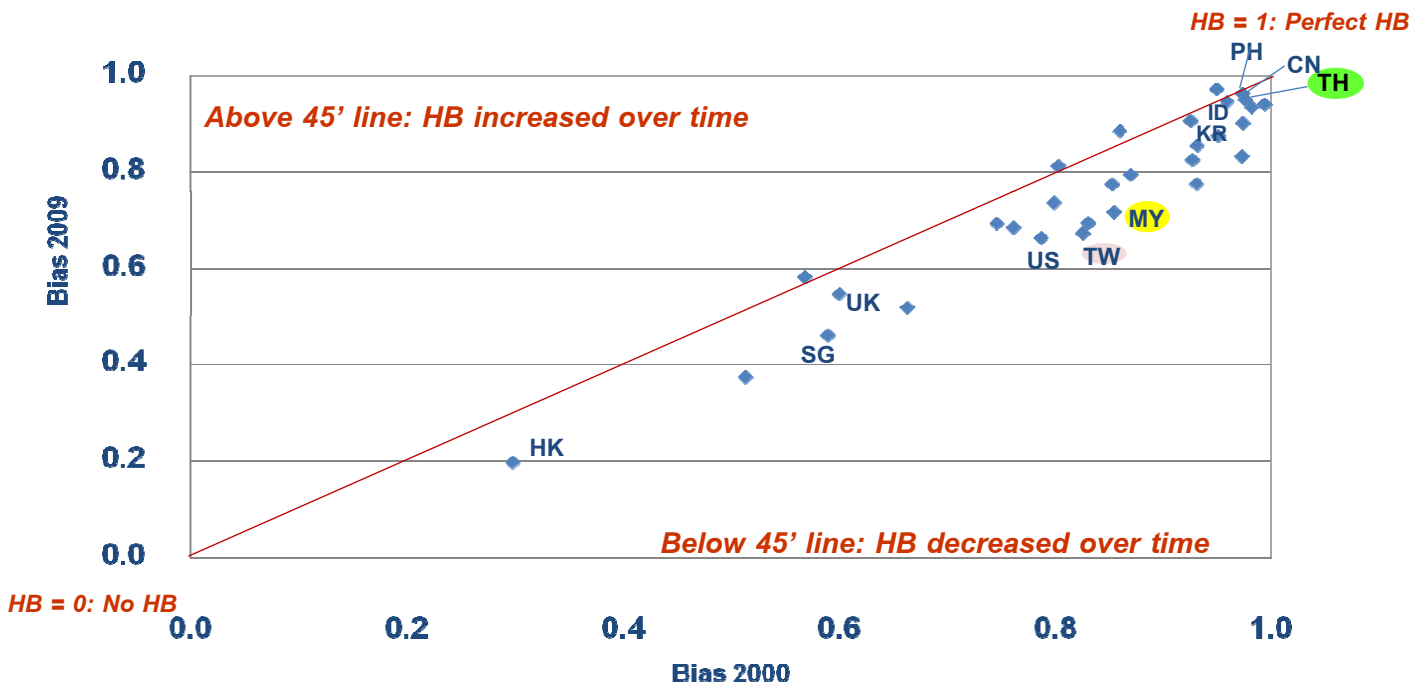
- ประเทศที่เป็นศูนย์กลางทางการเงิน เช่น สิงคโปร์และฮ่องกง และประเทศพัฒนา มี Home-bias อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากมีการเปิดเสรีทางการเงินค่อนข้างมาก
- ในการพิจารณา Home-bias ของไทย จึงเทียบกับประเทศที่มีระดับพัฒนาการที่ใกล้เคียงกัน เช่น มาเลเซีย
 - Home-bias ของไทยอยู่ในระดับสูง โดยต่ำกว่ามาเลเซียในทุกประเภทของการลงทุน
 - ไทยมีการปรับลด Home-bias ที่ช้าในช่วงที่ผ่านมา



6



Home-bias ของเงินลงทุนโดยตรง



1. ประเทศไทยมี Home-bias หรือไม่

2. Home-bias ส่งผลต่อมาตรฐานการบริโภค หรือไม่ อย่างไร

3. สาเหตุของการมี Home-bias



ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย



บทศึกษาที่ 2: Home-bias ส่งผลกระทบต่อมาตรฐานการบริโภคหรือไม่ อย่างไร

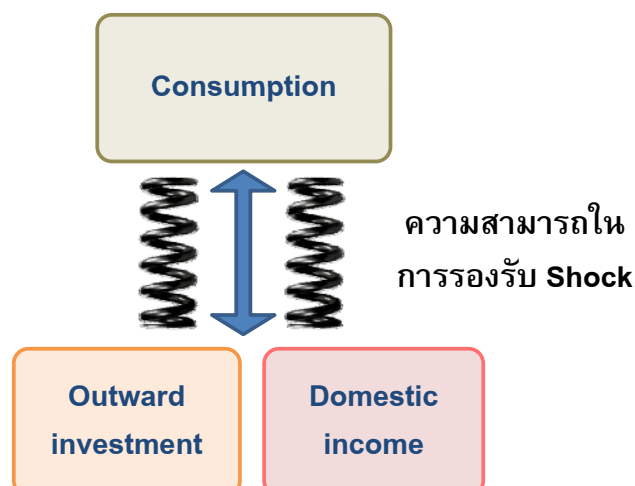
- กรอบการศึกษา
- แบบจำลองแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Home-bias และ Consumption
- ผลการศึกษา

9



กรอบการศึกษา

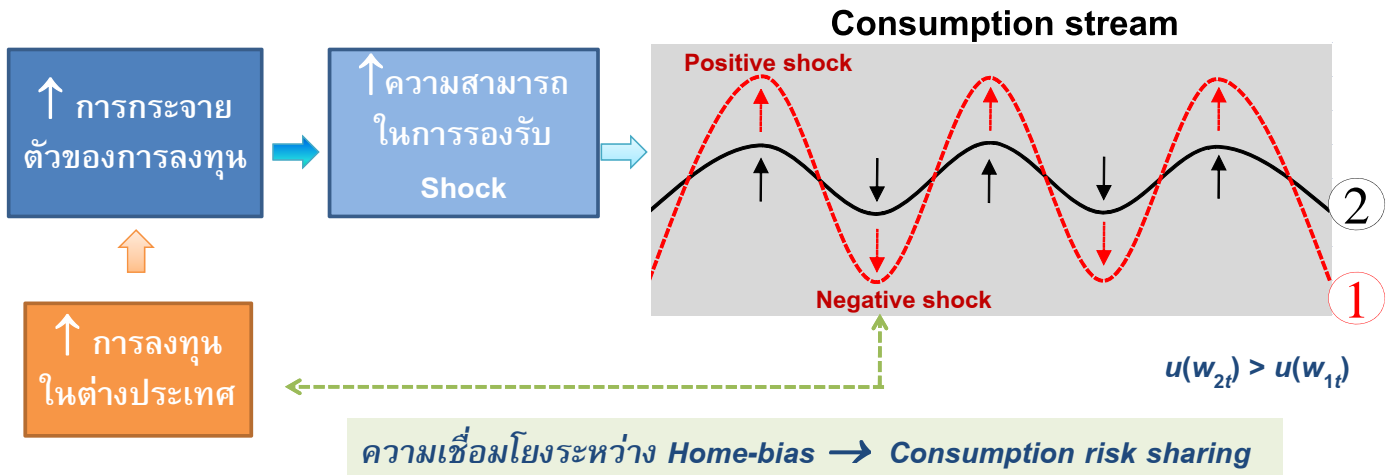
- ศึกษาผลกระทบของการลงทุนในต่างประเทศที่มีต่อการบริโภคในประเทศ
- คำถาม: การลงทุนในต่างประเทศที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Home-bias) มีผลต่อความสามารถในการรองรับ Shock ที่มีต่อการบริโภคในประเทศ หรือไม่ อย่างไร



10

Home-bias และการกระจายความเสี่ยงของการบริโภค (Consumption risk sharing)

- การลงทุนในต่างประเทศ ช่วยการกระจายความเสี่ยง ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของการบริโภคในประเทศ หรือเพิ่มความสามารถในการรองรับ Shock ได้มากขึ้น



การวัดความสามารถในการรองรับ Shock: β

- ทฤษฎี Inter-temporal consumption กำหนดการบริโภคในปัจจุบัน (t) และอนาคต ($t+1$) ในประเทศ $k = 1, \dots, K$ ดังนี้

$$\frac{u'_1(C^1_{t+1})}{u'_1(C^1_t)} = \frac{u'_2(C^2_{t+1})}{u'_2(C^2_t)} = \dots = \frac{u'_K(C^K_{t+1})}{u'_K(C^K_t)} = \frac{u'_*(C^*_{t+1})}{u'_*(C^*_t)}$$

- Complete & perfect market
- No market friction

Income shock ที่เฉพาะตัวของประเทศ k

$$\Delta c_t^k - \Delta c_t^* = \beta (\Delta y_t^k - \Delta y_t^*) + \varepsilon_t \quad \text{โดยที่} \quad \beta = \beta_0 + \beta_1 (t - t^*) + \beta_2 (HB_t^k - HB_t^*)$$

Consumption shock ที่เฉพาะตัวของประเทศ k

ดังนั้น สมการที่ใช้ทดสอบ คือ

$$\Delta c_t^k - \Delta c_t^* = \left\{ \beta_0 + \beta_1 (t - t^*) + \beta_2 (HB_t^k - HB_t^*) \right\} \cdot (\Delta y_t^k - \Delta y_t^*) + \varepsilon_t$$

ความสัมพันธ์ Home-bias และ Consumption risk sharing

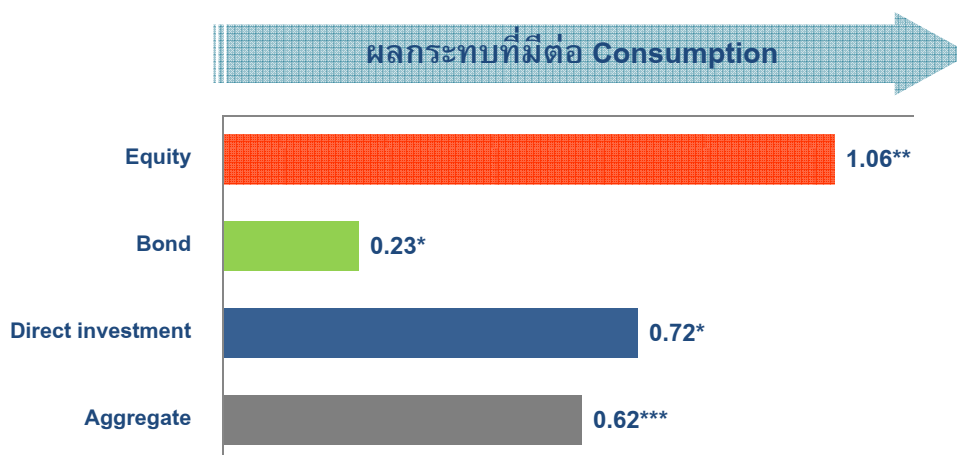


ข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบ

- ข้อมูล 30 ประเทศ จาก 5 ทวีป โดยเป็นข้อมูลรายปีระหว่างปี 1970 - 2009
- ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย, CEIC, International Monetary Fund และ UNCTAD
 - การลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้ และ การลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ
- ข้อมูลจาก World Bank
 - การบริโภคต่อหัว, ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อหัว และผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติต่อหัว โดยปรับให้เป็นราคาปี 2000

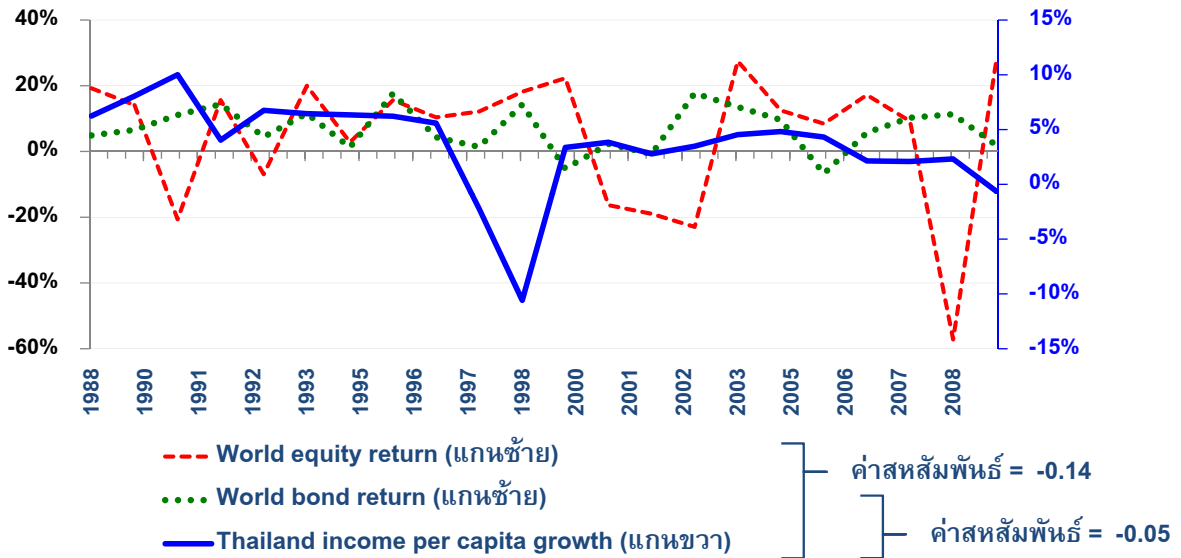


HB มีผลทำให้ความสามารถรองรับ Income shock ลดลง



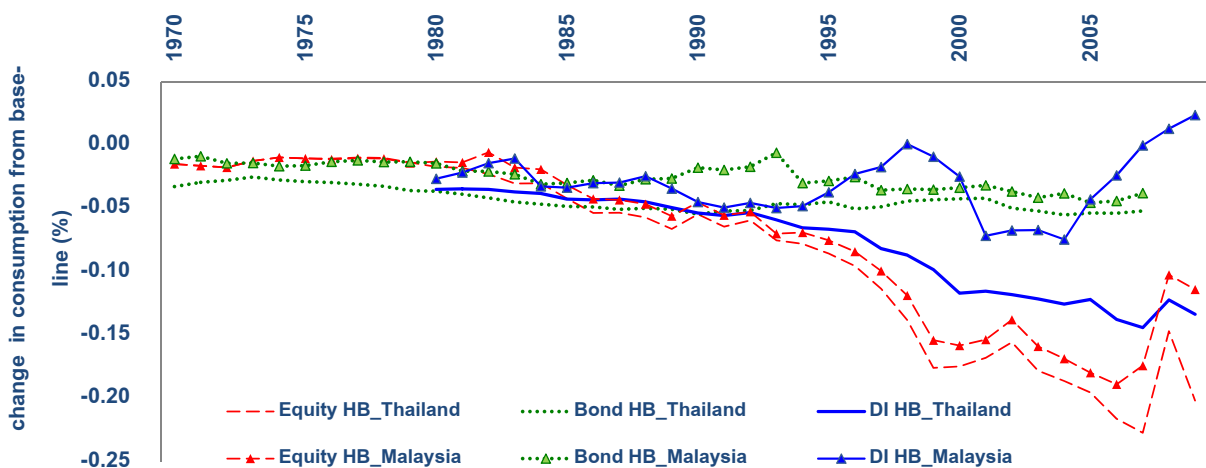
- Home-bias มีผลกระทบความสามารถในการรองรับ Income shock ของ Consumption
- การลงทุนใน ตราสารทุนต่างประเทศ ช่วยเพิ่มความสามารถในการรองรับ Shock ได้มากกว่า การลงทุนโดยตรง และ ตราสารหนี้

ตราสารทุนช่วยกระจายความเสี่ยงของ Income shock ได้ดีกว่าตราสารหนี้



- **ตราสารทุนมี Consumption risk sharing มากกว่าตราสารอื่น** เนื่องจาก
 - อัตราผลตอบแทนเคลื่อนไหวในทิศทางที่ตรงข้ามกับ Income
 - ตราสารทุนมีสภาพคล่องสูงกว่าการลงทุนโดยตรง สามารถซื้อขายได้ในราคาที่ใกล้เคียงกับ Fundamental value

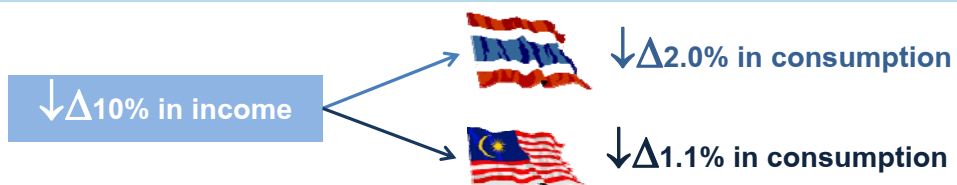
ความสามารถในการรองรับ Shock ของไทยต่ำกว่ามาเลเซียเกือบ 1 เท่าตัว



ความสามารถในการรองรับ Income shock ที่ส่งผลต่อความผันผวนของการบริโภค: **ไทยต่ำกว่ามาเลเซีย**



กรณีของ Stock





1. ประเทศไทยมี Home-bias หรือไม่

2. Home-bias ส่งผลต่อมาตรฐานการบริโภค หรือไม่ อย่างไร

3. สาเหตุของการมี Home-bias

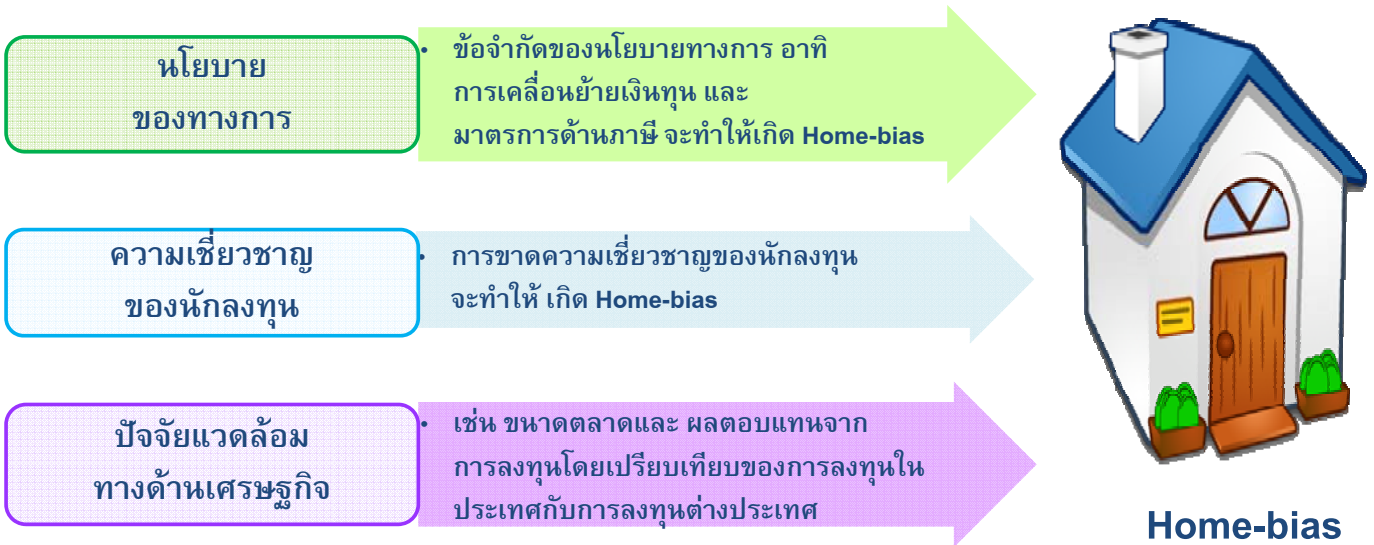


ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย



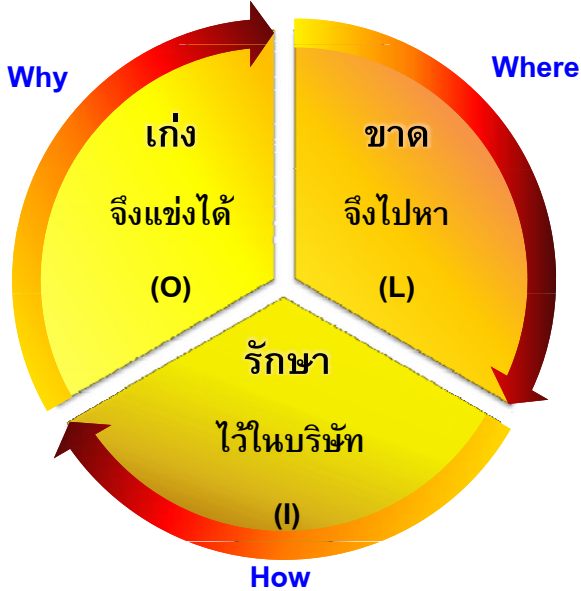
บทศึกษาที่ 3: สาเหตุของการมี Home-bias

3.1 กรอบการศึกษา: ปัจจัยหลักที่ทำให้เกิด Home-bias ของการลงทุน



แนวความคิดของการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ

ปัจจัยในการแปรสภาพจากนักลงทุนท้องถิ่น
(Domestic Firm) เป็นนักลงทุนข้ามชาติ (MNE)

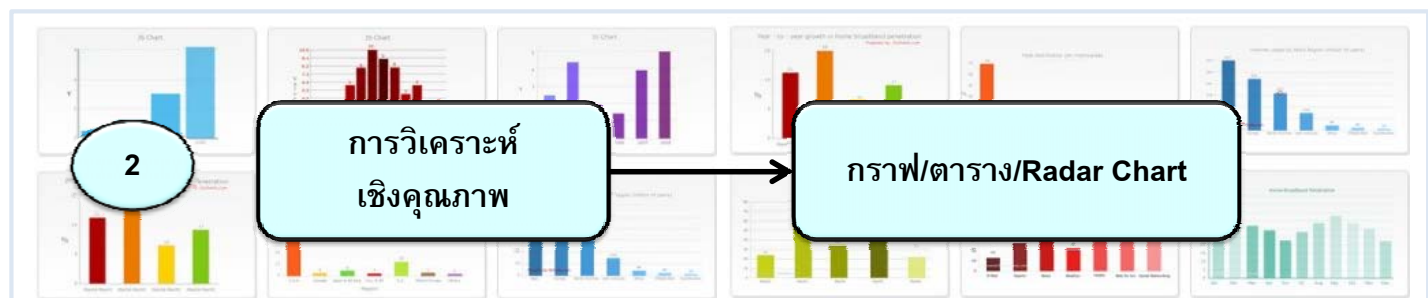
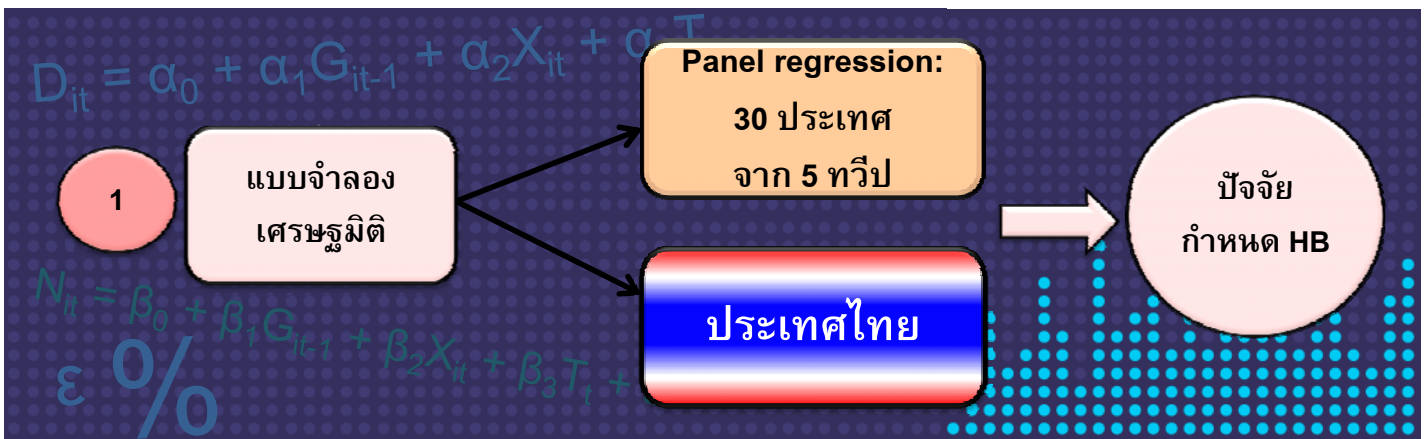


แรงจูงใจของการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ
(Motives for outward FDI)



Note: OLI Paradigm O: ownership advantage, L: location advantage, I: internalization advantage

3.2 วิธีการศึกษา





3.3 ผลการศึกษา

สรุปผลของปัจจัยที่กำหนด Home-bias ของการลงทุนในต่างประเทศ (ทั้ง Panel และไทย)

- การเปิดเสรีเงินทุน เป็นเงื่อนไขจำเป็น (Necessary condition) ในการลด Home-bias

1. กรณีการลงทุนโดยตรง

การเปิดเสรีและความเชี่ยวชาญของนักลงทุน เป็น "ปัจจัยเกื้อหนุนกัน" ในการลด Home-bias ของการลงทุนโดยตรง



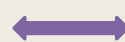
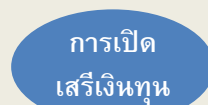
2. กรณีการลงทุนในหลักทรัพย์

- การเปิดเสรีเพียงอย่างเดียว สามารถลด Home-bias ได้ทั้งพันธบัตรและหุ้น

2.1 การลด Home-bias ของพันธบัตร



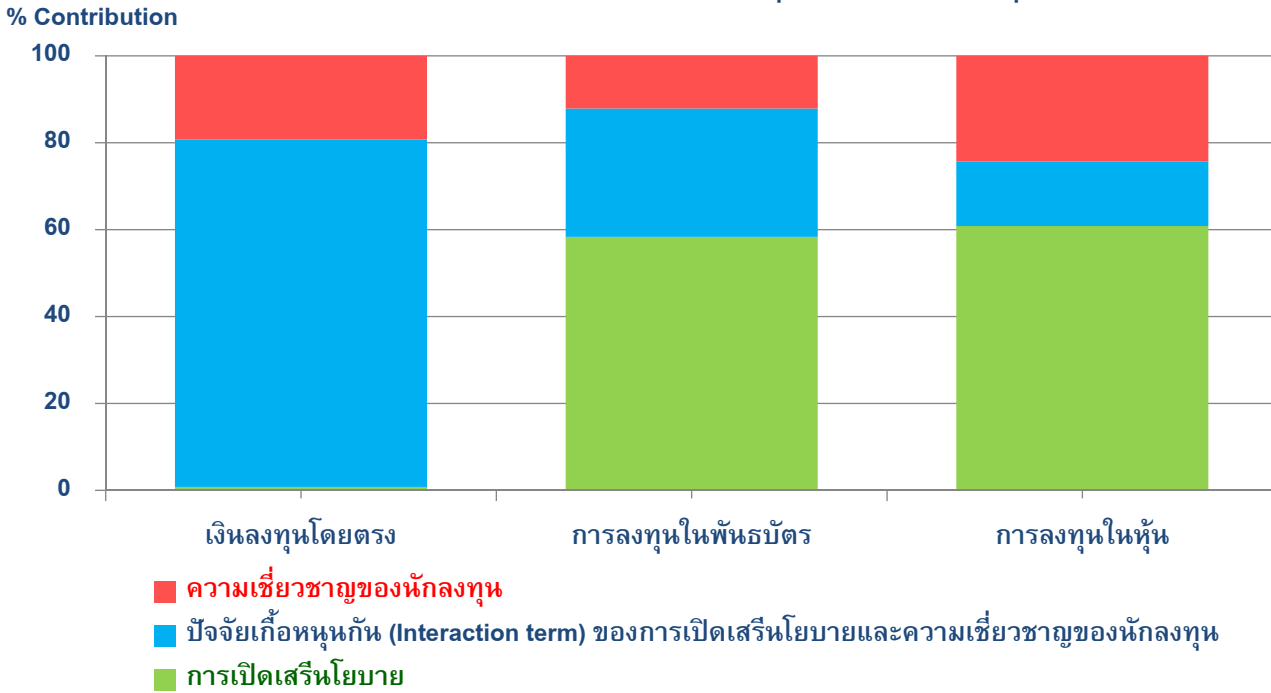
2.2 การลด Home-bias ของหุ้น



ทั้ง 2 ปัจจัย (การเปิดเสรีเงินทุนและความเชี่ยวชาญของนักลงทุน) ต่างก็ช่วยลด Home-bias ของการลงทุนในหุ้นต่างประเทศได้



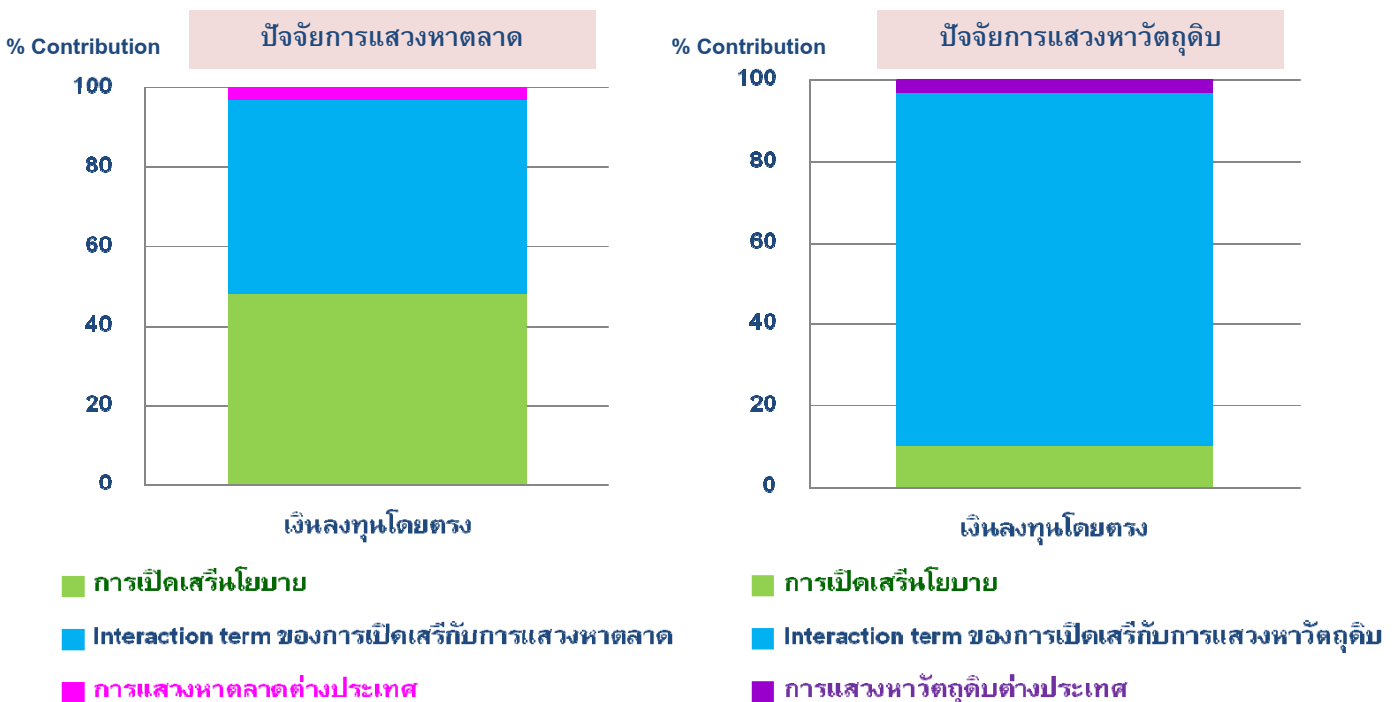
ผลการศึกษายืนยันว่า ทั้งการเปิดเสรีและความเชี่ยวชาญของนักลงทุน เป็นปัจจัยที่ลด Home-bias ของการลงทุนต่างประเทศได้ทุกประเภท



หมายเหตุ – เป็นการคำนวณจากผลของสมการที่แสดงในเอกสารแนบ 1



ปัจจัยทางด้านการแสวงหาตลาดและวัตถุดิบในต่างประเทศ จะมีผลต่อการลด Home-bias ของการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศ ก็ต่อเมื่อมีการเปิดเสรีด้านเงินทุนแล้ว



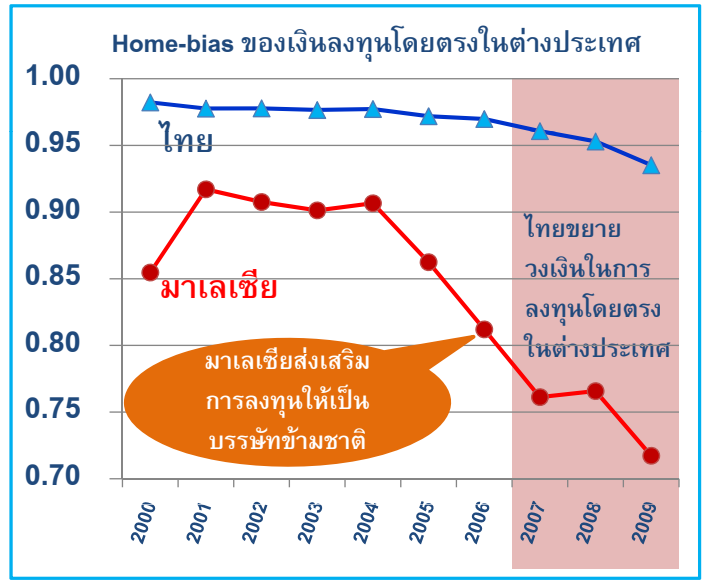
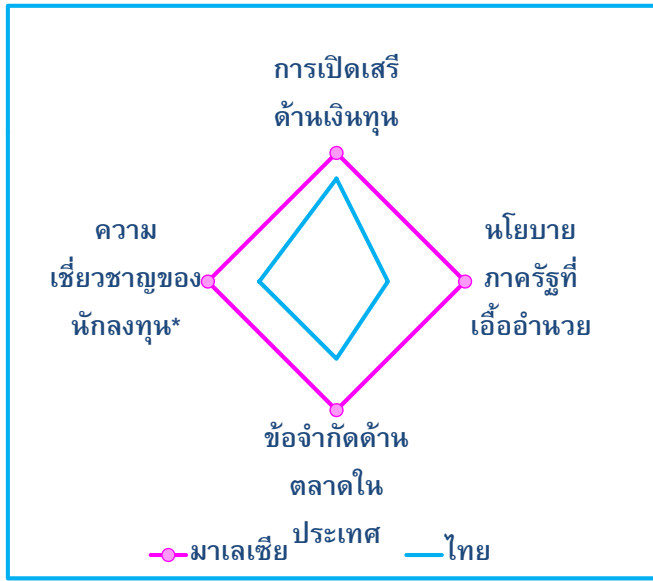
หมายเหตุ – เป็นการคำนวณจากผลของสมการที่แสดงในเอกสารแนบ 2 และ 3



ไทยดีกว่ามาเลเซียทุกด้าน
โดยเฉพาะนโยบายภาษี



Home-bias ของไทยแย่กว่ามาเลเซียโดยตลอด
และ Gap กว้างขึ้นในระยะเวลาหลัง



* อิงกับการคำนวณด้วยวิธี principal component analysis จาก กลุ่มข้อมูลด้านงานวิจัยและพัฒนา การจดสิทธิบัตร การเข้าถึงบริการอินเทอร์เน็ต เป็นต้น จาก World Development Indicators ของ World Bank

ที่มา: การวิเคราะห์ของผู้จัดทำบทความ โดยใช้ข้อมูลจากกระทรวงการคลัง, ธนาคารแห่งประเทศไทย, IMF, Managing Risk in Cross Border Transactions by CITI, 2011, p.24) และ World Development Indicators of World Bank



1. ประเทศไทยมี Home-bias หรือไม่

2. Home-bias ส่งผลต่อมาตรฐานการบริโภค หรือไม่ อย่างไร

3. สาเหตุของการมี Home-bias

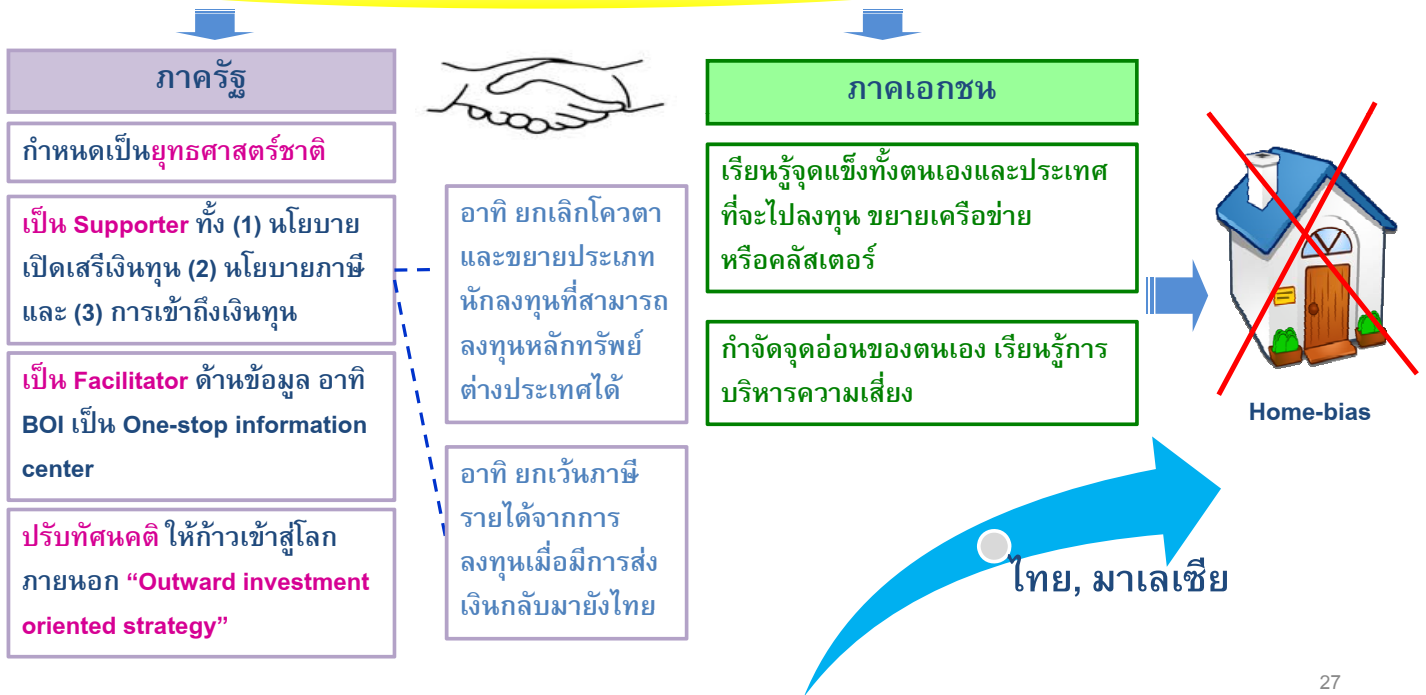


ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย



บทศึกษาที่ 4: ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

“ต้องเริ่มทำกันในวันนี้ เพราะใช้เวลากว่าที่จะเห็นผล”



เอกสารแนบ



Thailand-data regression

ปัจจัยที่ทำให้เกิด Home-bias ของการลงทุนต่างประเทศ
(ปัจจัยด้านนโยบายและนักลงทุน)

Factor	Thailand-data regression: yearly data 1980-2009	Dependent variable: DI home-bias (Δ HBD)	Dependent variable: Bond home-bias (Δ HBB)	Dependent variable: Equity home-bias (Δ HBE)
	Explanatory variables			
	constant	-0.002** (-2.595)	-0.004 (-1.010)	-0.0002 (-0.788)
Policy	Δ KOPEN(-1)	-0.0001 (-0.041)	-0.035** (-2.749)	-0.004** (-4.999)
Investor	Δ PCA_SKILL(-1)	0.018 (1.296)	-0.050 (-0.758)	-0.012** (-2.650)
Interaction term of policy and investor	Δ KOPEN(-1)* Δ PCA_SKILL(-1)	-0.137*** (-4.693)	0.217 (1.614)	0.013 (1.417)

29

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-stat, *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 1%, ** ที่ระดับ 5% และ * ที่ระดับ 10%



รายละเอียดของปัจจัยที่กำหนด Home-bias ของการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศของคนไทย (1)

Dependent variable: Δ HBD (yearly data 1980-2009): Thailand's direct investment home-bias				
Factor	Explanatory variables	1	2	3
	constant	-0.002** (-2.336)	-0.002** (-2.212)	-0.002** (-2.666)
Policy	Δ KOPEN(-1)	-0.026*** (-4.951)	-0.030*** (-4.891)	-0.020*** (-4.975)
Relative market size – whole countries	Δ YCWH_TH(-1)	-0.001 (-0.840)		
Interaction term of policy and market size	Δ KOPEN(-1)* Δ YCWH_TH(-1)	-0.070*** (-4.539)		
- Developed countries	Δ YCDED_TH(-1)		-0.0002 (-0.385)	
Interaction term of policy and market size	Δ KOPEN(-1)* Δ YCDED_TH(-1)		-0.051*** (-4.464)	
- Developing countries	Δ YCDING_TH(-1)			-0.002 (-1.558)
Interaction term of policy and market size	Δ KOPEN(-1)* Δ YCDING_TH(-1)			-0.096*** (-4.666)

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-stat, *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 1%, ** ที่ระดับ 5% และ * ที่ระดับ 10%

30



รายละเอียดของปัจจัยที่กำหนด Home-bias ของการลงทุนโดยตรงในต่างประเทศของคนไทย (2)

Dependent variable: Δ HBD (yearly data 1980-2009): Thailand's direct investment home-bias

Factor	Explanatory variables	4	5	6	7
	constant	-0.003**	-0.001**	-0.001**	-0.001**
		(-2.417)	(-2.150)	(-2.155)	(-2.258)
Policy	Δ KOPEN(-1)		0.001	-0.001	0.015
			(0.424)	(-0.537)	(2.937)**
Exchange Rate	Δ LOG(REER_TH)	0.001			
		(0.019)			
Return	Δ (EQUITYRET/100)	0.007**			
		(2.206)*			
Relative resource size - whole countries	Δ AGRWH_TH		0.002		
			(0.178)		
	Δ AGRWH_TH* Δ KOPEN(-1)		-0.189***		
			(-4.423)		
- Developed countries	Δ AGRDED_TH			0.005	
				(0.767)	
	Δ AGRDED_TH* Δ KOPEN(-1)			-0.110***	
				(-4.545)	
- Developing countries	Δ AGRDING_TH				-0.006
					(-0.647)
	Δ AGRDING_TH* Δ KOPEN(-1)				-0.689***
					(-4.338)

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-stat, *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 1%, ** ที่ระดับ 5% และ * ที่ระดับ 10%

31



Consumption risk sharing and cross-sectional regression

Consumption risk sharing	Constant	Within group risk sharing (β_0)	Interaction terms with GDP			R ² (adjusted R ²)
			Time trend (β_1)	Equity home-bias (β_2)	Bond home-bias (β_2)	
1. No home-bias	0.0037 (1.369)	0.3575*** (2.585)				0.2471 (0.246)
2. Equity home-bias	0.0014 (0.628)	0.469*** (10.102)	0.0205*** (3.948)	1.0625** (2.544)		0.3997 (0.398)
3. Bond home-bias	0.0004 (0.246)	0.5035*** (11.862)	0.0247*** (5.530)		0.2369* (1.809)	0.4183 (0.416)
4. DI home-bias	0.0013 (0.433)	0.5708*** (9.412)	0.0113*** (3.382)		0.7211* (1.954)	0.4618 (0.459)
5. Aggregate home-bias	-0.0001 (-0.027)	0.5561*** (9.623)	0.0115*** (2.779)		0.6241*** (2.573)	0.4861 (0.484)

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-stat, *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 1%, ** ที่ระดับ 5% และ * ที่ระดับ 10%

32



Robustness Check: Income Risk Sharing

GNI risk sharing	Constant (α)	Within group risk sharing (β_0)	Interaction terms with GDP			R ² (adjusted R ²)
			Time trend (β_1)	Equity home-bias (β_2)	Bond home-bias (β_2)	
1. No home-bias	0.0014 (0.345)	0.5958*** (3.211)				0.4171 (0.416)
2. Equity home-bias	-0.0002 (-0.067)	0.6896*** (8.193)	0.0237** (2.948)	0.3532** (2.689)		0.5679 (0.567)
3. Bond home-bias	-0.0003 (-0.104)	0.7101*** (8.937)	0.0269*** (3.886)		0.2583* (1.729)	0.6051 (0.604)
4. DI home-bias	-0.0002 (-0.075)	0.7245*** (8.783)	0.0110** (2.398)			0.8894 (1.550)
5. Aggregate home-bias	-0.0001 (-0.030)	0.7225*** (8.642)	0.0159*** (3.596)		0.5945* (1.714)	0.6744 (0.673)

- Results are similar to the consumption risk sharing

33

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-stat, *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 1%, ** ที่ระดับ 5% และ * ที่ระดับ 10%



Robustness Check: Consumption Risk Sharing

Consumption risk sharing	Constant	Within group risk sharing (β_0)	Interaction terms with GDP			R ² (adjusted R ²)
			Time trend (β_1)	Equity home-bias (β_2)	Bond home-bias (β_2)	
1. No home-bias	0.0050** (2.081)	0.4846*** (4.705)				0.1825 (0.182)
2. Equity home-bias	0.0041* (1.974)	0.4302*** (3.758)	-0.0133 (-0.924)	1.8401* (1.804)		0.1975 (0.195)
3. Bond home-bias	0.0028* (1.533)	0.5628*** (10.494)	0.0083* (1.717)		0.5292*** (3.727)	0.2823 (0.280)
4. DI home-bias	0.0053** (2.102)	0.6101*** (6.808)	-0.0230 (-1.198)			1.0242* (1.957)
5. Aggregate home-bias	0.0071*** (3.475)	0.9544*** (18.345)	-0.0004 (-0.052)		0.4171** (2.321)	0.6215 (0.620)

- Country k idiosyncratic output growth shock is computed by residual terms, n_t , of the following regression function:

$$\Delta y_t^k = \phi \cdot \Delta y_t^{*k} + \Delta y_{t-1}^k + n_t^k$$

34

หมายเหตุ: ตัวเลขในวงเล็บคือค่า t-stat, *** ค่าสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญที่ระดับ 1%, ** ที่ระดับ 5% และ * ที่ระดับ 10%