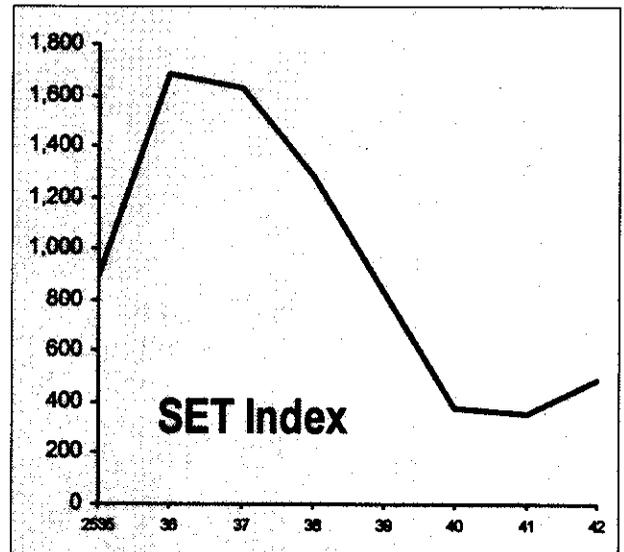
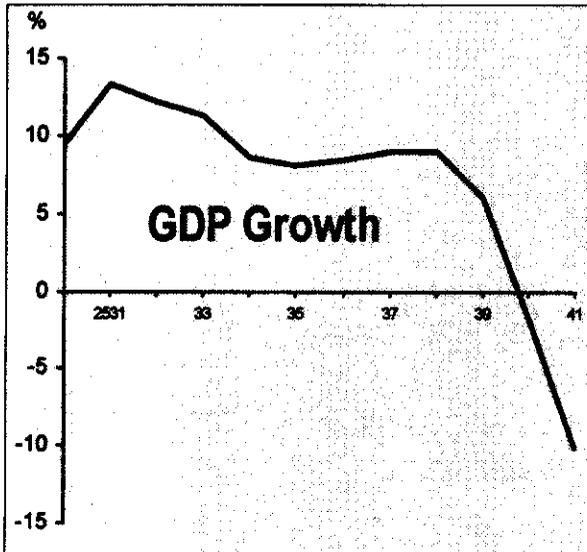


รายงานที่ตีอาไรไอ

ไทยจะป้องกันวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจได้อย่างไร



ไทยจะป้องกันวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจได้อย่างไร

ปกรณ์ วิชาชนนท์

ก. สาเหตุหลักของวิกฤติการณ์ในปี 2540

ในช่วงต้นของทศวรรษ 1990 หลายฝ่ายมองว่าตลาดการเงินของไทยจะดีขึ้นถ้าไทยเปิดเสรีทางการเงิน มาตรการเปิดเสรีทางการเงินจึงเริ่มต้นด้วยการยอมรับพันธบัตร 8 ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund—IMF) ในเดือนพฤษภาคม 2533 ซึ่งได้ยกเลิกมาตรการควบคุมปริวรรตสำหรับธุรกรรมในบัญชีเดินสะพัด รัฐได้เปิดเสรีการควบคุมปริวรรตเป็นรอบที่สองให้แก่ธุรกรรมในบัญชีเงินทุนในเดือนเมษายน 2534 และในรอบที่สามคือเดือนกุมภาพันธ์ 2537 รัฐอนุญาตให้คนไทยใช้จ่ายในต่างประเทศได้มากขึ้นรวมถึงการลงทุนโดยตรงและการท่องเที่ยว ในเดือนมีนาคม 2536 รัฐสนับสนุนให้เอกชนเปิดกิจการวิเทศธนกิจ (Bangkok International Banking Facilities—BIBF) ขึ้น เพื่อพัฒนาไทยให้เป็นศูนย์กลางทางการเงินระหว่างประเทศโดยให้สิทธิพิเศษทางภาษีหลายประการ เช่น ลดภาษีเงินได้นิติบุคคล ยกเว้นภาษีธุรกิจและภาษีศอกเบี่ย นอกจากนี้ในเดือนมกราคม 2538 รัฐยังอนุญาตให้กิจการวิเทศธนกิจเปิดสาขาในต่างจังหวัดได้อีกด้วย

ในแง่ดอกเบี้ย รัฐค่อยๆ ยกเลิกเพดานอัตราดอกเบี้ยเพื่อส่งเสริมการระดมเงินออมและเพิ่มความคล่องตัวให้แก่ระบบการเงิน โดยเริ่มจากเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะยาวในเดือนมิถุนายน 2532 เงินฝากระยะสั้นในเดือนมีนาคม 2533 เงินฝากออมทรัพย์ในเดือนมกราคม 2535 และเงินกู้ในเดือนมิถุนายน 2535 ทั้งนี้ ในปี 2535-36 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เพิ่มความยืดหยุ่นให้แก่ธนาคารพาณิชย์โดยผ่อนผันเงื่อนไขของการเปิดสาขา เช่น การถือพันธบัตรรัฐบาลและการปล่อยสินเชื่อท้องถิ่น นอกจากนี้ยังได้ขยายความหมายของเงินสำรองสภาพคล่องให้ครอบคลุมถึงพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย

และรัฐวิสาหกิจ รวมถึงตราสารหนี้ที่ออกโดยสถาบันการเงินหรือหน่วยงานของรัฐที่ผ่านการรับรองแล้ว

ธนาคารพาณิชย์ได้รับอนุญาตให้ทำธุรกิจใหม่ๆ เช่น คำประกันการจำหน่ายและซื้อขายตราสารหนี้ จัดทะเบียนและรับฝากหลักทรัพย์ ขายตราสารหนี้ของรัฐ บริหารกองทุนรวม ให้คำปรึกษาทางการเงิน และทำการศึกษาความเป็นไปได้ของโครงการ บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ก็เช่นกัน ตัวอย่างของธุรกิจใหม่ๆ ได้แก่ เซ้าซื้อ บริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนส่วนบุคคล กองทุนรวม บริการรับฝาก และธุรกิจปริวรรตเงินตรา

ในขณะเดียวกัน รัฐก็ได้วางขอบข่ายงานและจัดตั้งองค์กรขึ้นมาใหม่หลายประเภท เช่น พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ออกในเดือนพฤษภาคม 2535 ซึ่งเปิดทางให้บริษัทเอกชนออกหุ้นสามัญและตราสารหนี้ พระราชบัญญัตินี้ได้ก่อตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเป็นหน่วยงานอิสระเพื่อทำหน้าที่กำกับธุรกรรมของตลาดที่เกี่ยวข้องกับหุ้นสามัญ พันธบัตร และตราสารอนุพันธ์ ในปี 2536 รัฐได้ขึ้นเนะให้ตั้งสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือทางเครดิต อันได้แก่ TRIS (Thai Rating and Information Services) และในปี 2537 หน่วยงานเอกชนก็จัดตั้งศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้เพื่อเป็นตลาดรองเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตราสารหนี้ส่วนทางด้านระบบการชำระเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ปรับปรุงวิธีการหักบัญชีและการตกลงชำระเงิน ซึ่งได้ช่วยลดต้นทุนและเชื้ออำนาจต่อการขยายตัวของธุรกิจ ตัวอย่างเช่น ระบบ BAHTNET และ THAICLEAR นอกจากนี้ยังได้เริ่มใช้การโอนเงินผ่านเครื่องอิเล็กทรอนิกส์อีกด้วย

จุดประสงค์ของการเปิดเสรีทางการเงินที่รัฐได้ดำเนินการระหว่างปี 2531 ถึง 2539 คือเพื่อเพิ่มแรงแข่งขันให้แก่ตลาดการเงินภายในประเทศ เพิ่มความคล่องตัวให้แก่สถาบันการเงิน

เพื่อต่อสู้กับแนวโน้มโลกาภิวัตน์ทางการค้าและบริการ และเพิ่มบทบาทของไทยให้เป็นศูนย์กลางทางการเงินของภูมิภาค

มาตรการเปิดเสรีที่กล่าวข้างต้นได้ดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเข้าสู่ไทยเป็นอันมากในระหว่างปี 2533-2539 จึงไปกระตุ้นการลงทุน การเบิกจ่าย และส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเงินทุนนำเข้าสุทธิเหล่านี้สูงถึงประมาณร้อยละ 10 ของรายได้ประชาชาติต่อปี จึงเพิ่มหนี้คงค้างต่างประเทศจาก 29 พันล้านดอลลาร์อเมริกันในปี 2533 ไปจนถึง 91 พันล้านดอลลาร์อเมริกันในปี 2539 หรือจากร้อยละ 34 ของรายได้ประชาชาติไปจนถึงร้อยละ 51 ของรายได้ประชาชาติตามลำดับ ช่วงเวลาที่เงินทุนจากต่างประเทศจำนวนมากเหล่านั้นไหลเข้าและกระตุ้นการนำเข้ามากระจบเหมาะแก่ช่วงเวลาที่ยังได้จากการส่งออกตกต่ำในปี 2539 ทำให้ส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในปี 2538-39 สูงขึ้นถึงระดับร้อยละ 8 ของรายได้ประชาชาติ ในขณะที่เดียวกันการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นก็ผลักดันให้สถาบันการเงินภายในประเทศปล่อยสินเชื่ออย่างหละหลวมและมากเกินไป ก่อให้เกิดความเสี่ยงเกินควร คุณภาพของสินทรัพย์จึงลดลง ธนาคารแห่งประเทศไทยเกรงว่าประชาชนจะตื่นตระหนกและกูดอกเงิน จึงยอมปล่อยสินเชื่อเพื่อช่วยเหลือสถาบันการเงินที่ประสบปัญหาเหล่านั้น ทำให้เศรษฐกิจของประเทศที่ขาดดุลสภาพอยู่แล้วยิ่งเลวร้ายลงไปอีก นอกเหนือจากส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงแล้วอัตราเงินเฟ้อของไทยได้พุ่งเกินอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐอเมริกาจนส่วนต่างเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 0.3 ในปี 2536 เป็นร้อยละ 3.0 ในปี 2538-39 ดังนั้นในช่วงต้นปี 2540 ความเชื่อมั่นของนักลงทุนจึงลดลงเป็นอย่างมาก ความเกรงกลัวว่าค่าเงินบาทจะลดลงและสถาบันการเงินหลายแห่งอาจล้มละลายได้กระตุ้นให้เงินทุนไหลออกจากประเทศเป็นจำนวนมาก จึงผลักดันให้รัฐต้องปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัวในกลางปี 2540 ซึ่งก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินหลายแห่งในภูมิภาค

วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจของไทยในปี 2540 นี้เป็นผลจากการดำเนินนโยบายที่ผิดพลาด 3 ประการ ได้แก่

1. เปิดเสรีแก่การไหลเข้าออกของเงินทุนจากต่างประเทศ แต่กลับไม่ปล่อยให้ราคาของเงินทุนเหล่านั้นหรืออัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวตามภาวะตลาด
2. ให้เสรีภาพแก่สถาบันการเงินที่ยังไม่พร้อม
3. ไม่สามารถกำกับและควบคุมสถาบันการเงินได้อย่างรอบคอบ

ข้อผิดพลาดเหล่านี้แสดงให้เห็นว่าความสอดคล้องของนโยบายมีความสำคัญเป็นอันมาก

ข. ลักษณะของเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ

เงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศส่วนใหญ่ในปี 2533-39 เป็นของภาคเอกชนเพราะดุลเงินสดของรัฐบาลไทยเกินดุลติดต่อกันมาตลอดเก้าปี (พ.ศ. 2531-39) หน่วยงานเอกชนมีปฏิกริยาต่อมาตรการเปิดเสรีทางการเงินมากกว่าหน่วยงานของรัฐ และรัฐได้อนุญาตให้เอกชนจัดตั้งกิจการวิเทศธนกิจในปี 2536 โดยให้สิทธิพิเศษทางภาษีหลายประการ ดังต่อไปนี้

	กรณีปกติ	กรณีวิเทศธนกิจ
1. ภาษีรายได้นิติบุคคล	30%	10%
2. ภาษีธุรกิจจำเพาะ	3.3%	0%
3. ภาษีดอกเบีย	10%	0%
4. อากรแสตมป์	2%	0%

แต่แรกที่เดียวรัฐมุ่งหมายจะให้กิจการวิเทศธนกิจขยายตลาดการเงินของไทยให้เป็นศูนย์กลางการเงินแห่งหนึ่งของภูมิภาค แต่เงินทุนที่ไหลผ่านกิจการวิเทศธนกิจแทบทั้งสิ้นกลับกลายเป็นเงินที่ไหลเข้าประเทศไทยเท่านั้นเนื่องมาจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ด้วยเหตุนี้หันต่างประเทศของภาคเอกชนจึงมีส่วนในหนี้ต่างประเทศทั้งสิ้นสูงขึ้นจากร้อยละ 61 ในปี 2533 เป็นร้อยละ 81 ในปี 2539 อิทธิพลเช่นนี้ส่งผลให้หนี้ต่างประเทศระยะสั้นสูงขึ้นเป็นอันมาก จากร้อยละ 15 ในปี 2530 เป็นร้อยละ 50 ในปี 2538 จึงเพิ่มความผันผวนและโอกาสที่จะประสบปัญหาได้ง่าย เงินทุนอีกสองประเภทที่ผันผวนพอๆ ได้แก่ เงินทุนที่ไหลเข้าผ่านธนาคารพาณิชย์และบัญชีเงินบาทของชาวต่างชาติ

ความผันผวนที่กล่าวข้างต้นจะเห็นได้ชัดเมื่อเปรียบเทียบเงินลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment—FDI) กับเงินทุนประเภทอื่นๆ (Non-FDI) ระหว่างปี 2533 ถึง 2541 FDI อยู่ในช่วงร้อยละ 1.1-3.3 ของรายได้ประชาชาติมาโดยตลอด ตรงกันข้ามกับ Non-FDI ซึ่งแปรผันเป็นอันมากจากร้อยละ 12.6 ในปี 2538 เป็นร้อยละ -14.9 ในปี 2540 โดยสรุปความผันผวนแทบทั้งสิ้นของเงินทุนนำเข้าสุทธิของภาคเอกชนเป็นเพราะเงินทุนประเภท Non-FDI

ตารางที่ 1 เงินทุนนำเข้าสุทธิของภาคเอกชนไทย

หน่วย: ร้อยละของรายได้ประชาชาติ

	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539	2540	2541
เงินทุนนำเข้าสุทธิของภาคเอกชน	13.3	9.0	9.7	7.6	9.0	14.0	7.8	-11.7	-9.8
- FDI	2.6	1.9	1.9	1.2	1.1	1.4	1.2	3.2	3.3
- Non-FDI	10.7	7.1	7.8	6.3	7.9	12.6	6.7	-14.9	-13.1

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

ค. ความสำคัญและผลกระทบของความเชื่อมั่น

อิทธิพลของภาคเอกชนและกำหนดชำระคืนหนี้ระยะสั้นที่กล่าวข้างต้นแสดงให้เห็นว่า แม้เงินทุนจากต่างประเทศจะช่วยก่อประโยชน์ได้บ้าง (เช่น เกือหนุนเงินออมภายในประเทศ ลดต้นทุนการดำเนินการ ยกกระตือรือร้นเทคโนโลยีและการตลาด กระตุ้นแรงแข่งขัน) แต่ก็ก่อผลเสียได้เช่นกัน (เช่น เก็งกำไรเกินควร ทำให้ประเทศถูกหนี้สูญเสียดอกภาพในการตัดสินใจ) ในแง่มุมนี้ ปัจจัยที่สำคัญที่สุดคือ เจ้าหน้าที่มีความเชื่อมั่นในประเทศถูกหนี้มากน้อยเพียงไร เพราะความเชื่อมั่นที่ถดถอยลงสามารถกระตุ้นให้มีการถอนเงินเป็นจำนวนมากอย่างรวดเร็วได้ ก่อให้เกิดผลเสียทางสภาพคล่องแก่ทั้งภาครัฐและเอกชน ภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่าความเชื่อมั่นเพิ่มความเข้มข้นและรุนแรงแก่วงจรเศรษฐกิจทั้งในบัญชีภายในประเทศและบัญชีกับต่างประเทศ ในบัญชีกับต่างประเทศเศรษฐกิจที่เฟื่องฟูพร้อมทั้งการเปิดเสรีทางการเงินมักนำมาซึ่งรายจ่ายสินค้าเข้าและส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงขึ้นมาก ในขณะที่เดียวกันก็ดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเป็นจำนวนมากซึ่งมาเพิ่มทั้งทุนสำรองเงินตราต่างประเทศและส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ตราบใดที่ยังไม่ถึงจุดอิ่มตัวทุนสำรองเงินตราต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นและความเฟื่องฟูทางเศรษฐกิจก็จะดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาเพิ่มพลังให้แก่ช่วงขยายตัวของวัฏจักร แต่เมื่อส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเพิ่มขึ้นถึงระดับอันตราย ความหวาดวิตกก็จะดึงเงินทุนไหลออกนอกประเทศ โดยเฉพาะเมื่อรัฐไม่ได้ปรับอัตราแลกเปลี่ยนตามที่คาด

ทางด้านสถานการณ์ภายในประเทศ เมื่อเศรษฐกิจเริ่มขยายตัว ความเชื่อมั่นที่ตื้นเขินย่อมดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศซึ่งเพิ่มแรงแข่งขันแก่การปล่อยสินเชื่อ ก่อนจุดอิ่มตัวการขยายตัวของสินเชื่อจะหนุ่หลังทั้งการขยายตัวของเศรษฐกิจ ความเชื่อมั่น และเงินทุนนำเข้า อย่างไรก็ตาม เมื่อสถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อมากเกินไปเกินควรและไม่รอบคอบ สินเชื่อที่ไม่ก่อรายได้

พร้อมทั้งอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นซึ่งทำให้ทั้งเสถียรภาพทางการเงินและความเชื่อมั่นลดลง ดังนั้นเจ้าหน้าที่ต่างประเทศจึงอยากเรียกเงินทุนของตนคืน จึงทำให้ความตกต่ำของเศรษฐกิจเลวร้ายยิ่งขึ้น

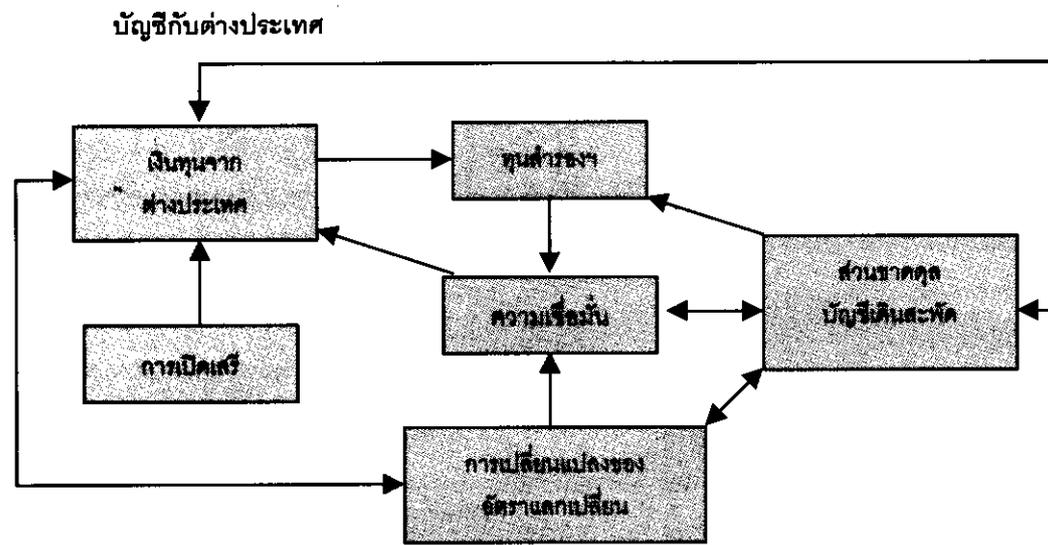
อิทธิพลของความเชื่อมั่นต่อวงจรเศรษฐกิจตามที่กล่าวข้างต้นได้เกิดขึ้นแล้วในเศรษฐกิจของไทย ในช่วงครึ่งแรกของทศวรรษ 1990 เศรษฐกิจขาขึ้นเพิ่มความเชื่อมั่นและดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศจนกระทั่งอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจเร่งขึ้นถึงระดับร้อยละ 8.5 ต่อปี แต่เมื่อการส่งออกเริ่มหยุดชะงัก ส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่ส่อแววอันตรายและค่าเงินบาทที่คงตัวอยู่ทำให้เกิดการคาดการณ์อย่างกว้างขวางว่าจะมีการลดค่าเงินบาท ทำให้เงินตราต่างประเทศไหลออกเป็นจำนวนมาก จนกระทั่งรัฐจำเป็นต้องปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัว

ง. ปัจจัยที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นและเงินทุนจากต่างประเทศ

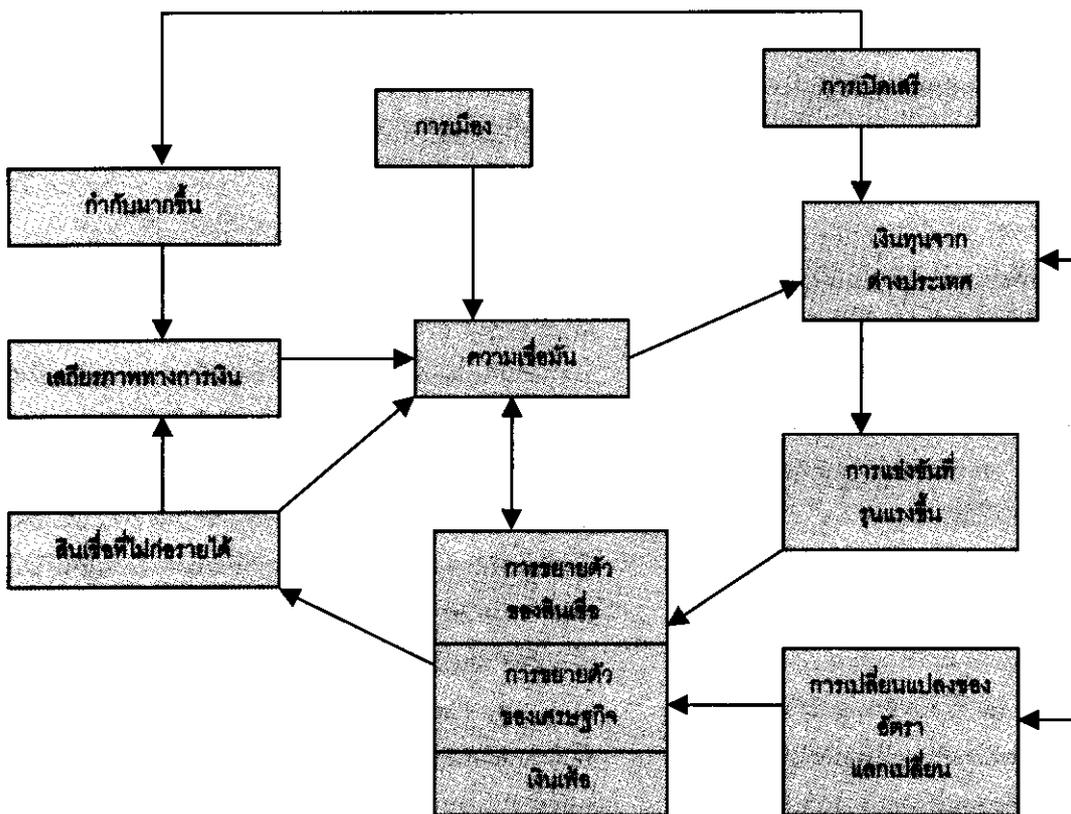
ในเมื่อความเชื่อมั่นมีความสำคัญเป็นอันมากต่อการหมุนเวียนของเงินทุน จึงควรพิจารณาว่าปัจจัยใดส่งผลต่อความเชื่อมั่นของเจ้าหน้าที่ ผลจากการสำรวจเมื่อไม่นานมานี้ชี้ว่าอัตราดอกเบี้ยไม่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนเท่าใดนัก ในทางตรงกันข้าม ปัจจัยเจ็ดประการที่จะกล่าวถึงต่อไปนี้มีอิทธิพลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนมากตามลำดับ ดังนี้

- เสถียรภาพทางการเมือง
- สมรรถภาพของทีมงานบริหารเศรษฐกิจ
- บัญชีกับต่างประเทศรวมถึงดุลบัญชีการค้า ดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลการชำระเงิน
- ประสิทธิภาพและเสถียรภาพของระบบการเงิน
- ทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ
- คุณภาพสินทรัพย์ของสถาบันการเงิน
- ความสอดคล้องของนโยบาย

ภาพที่ 1 ความสำคัญของความเชื่อมั่น



บัญชีภายในประเทศ



มีปัจจัยหลายประการ (เช่น ศักยภาพการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ผลตอบแทนจากตลาดหุ้น ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และเสถียรภาพ

ของเศรษฐกิจมหภาค) ที่ส่งผลกระทบต่อเงินทุนจากต่างประเทศหลายประเภท (เช่น เงินลงทุนโดยตรง เงินลงทุนในตลาดหุ้น เงินกู้ บัญชีเงินบาทของชาวต่างประเทศ) ปัจจัยเหล่านี้ส่งผล

กระทบทั้งทางตรง (เช่น อัตราดอกเบี้ยต่อเงินกู้) และทางอ้อม (เช่น กระทบความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีในเศรษฐกิจของประเทศที่รับเงินทุน) แม้จะมีคำอ้างทางทฤษฎีว่าปัจจัยเหล่านี้ส่งผลกระทบอย่างไรแก่เงินทุนประเภทใด แต่ก็มีความวิจัยทางด้านตัวเลขเป็นจำนวนมากที่สรุปว่าปัจจัยใดมีความสำคัญเพียงไร ในปี 2541 สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทยจึงใช้วิธีทางเศรษฐมิติวัดความสำคัญดังกล่าว และเปรียบเทียบความสำคัญของแต่ละปัจจัยเหล่านั้น

ในที่นี้ใช้ standardized coefficients จากสมการ OLS วัดระดับความสำคัญของปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อการนำเข้าเงินทุนแต่ละประเภท โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม 2531 ถึงเดือนมิถุนายน 2541 ปัจจัยที่นำมาทดสอบผลกระทบต่อการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ มีดังนี้

- ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย
- ผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ความผันผวนของค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์อเมริกัน เยน ดอลลาร์สิงคโปร์
- ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า
- เครื่องชี้เสถียรภาพของเศรษฐกิจมหภาค เช่น ส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อ อัตราส่วนทุนสำรองเงินตราต่างประเทศต่อสินค้าเข้า
- เครื่องชี้ธุรกรรมทางเศรษฐกิจ เช่น การใช้ไฟฟ้าของภาคเอกชน ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม

นอกจากนั้นยังรวมตัวแปร dummies ที่แสดงถึงผลที่ สำคัญของการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจหรือการเมือง เช่น การเปลี่ยนแปลงรัฐบาล การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน และการเปลี่ยนแปลงความน่าเชื่อถือของประเทศตามทีวัดโดย

ตารางที่ 2 การไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรง

ตัวแปร	Standardized Coefficients	T-Statistics
1. การส่งออก ¹	0.308**	6.094
2. ส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัด	-0.158**	-3.968
3. การขยายตัวของเศรษฐกิจ ²	0.041*	1.895
4. ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อเยน	-0.035*	-1.551

* สำคัญในระดับ 10%

R² adjusted = 0.962

¹ ใช้มูลค่าการส่งออกเป็นตัววัด

** สำคัญในระดับ 5%

D.W. = 2.23

² เนื่องจากขาดข้อมูลรายเดือน จึงใช้มูลค่าการใช้ไฟฟ้าของภาคเอกชนเป็นตัววัด

สถาบันจัดอันดับ ผลการศึกษาทางเศรษฐมิติที่แสดงในตารางที่ 2-5 นั้น โกลด์เคียงกับที่คาดสำหรับแต่ละประเภทของเงินทุนไหลเข้า โดยมีลักษณะเด่นดังต่อไปนี้

เงินลงทุนโดยตรง (ตารางที่ 2) การส่งออกนับเป็นเครื่องชี้ที่สำคัญที่สุด แสดงถึงความสัมพันธ์ระยะยาวและบทบาทของคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน สำหรับส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (สำคัญเป็นอันดับสอง) นั้นคงเกี่ยวโยงกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ ส่วนทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อเยนมีผลรุนแรงกว่าต่อเงินสกุลอื่นๆ ทั้งนี้คงเป็นเพราะญี่ปุ่นมีส่วนร่วมในการลงทุนโดยตรงมากกว่าประเทศอื่นๆ

เงินลงทุนในตลาดหุ้น (ตารางที่ 3) ปัจจัยที่แสดงถึงโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ (เช่น ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีตลาดหลักทรัพย์) สำคัญเท่าเทียมกับปัจจัยทางเทคนิค (เช่น ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์อเมริกัน ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย) ในทางตรงกันข้ามความเพียงพอของทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ (เมื่อเทียบกับรายจ่ายสินค้าเข้า) ไม่ค่อยสำคัญแก่นักลงทุนต่างชาติในตลาดหุ้นเช่นเดียวกับที่ไม่มีอิทธิพลต่อเงินลงทุนโดยตรง

เงินกู้ (ตารางที่ 4) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อการนำเข้าเงินกู้ แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนสำคัญกว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ผลลัพธ์เช่นนี้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่แท้จริงในปี 2540-41 เพราะในช่วงนั้นอัตราดอกเบี้ยเงินบาทที่สูงมากไม่สามารถดึงดูดเงินกู้ได้เท่าใด เนื่องจากค่าของเงินบาทมีความเสี่ยงสูง เมื่อค่าเงินบาทเริ่มมีเสถียรภาพแม้อัตราดอกเบี้ยจะลดลงมากกว่าครึ่ง เงินกู้จากต่างประเทศก็ไหลเข้ามากกว่าในช่วงวิกฤติ

ตารางที่ 3 การไหลเข้าของเงินลงทุนในตลาดหุ้น

ตัวแปร	Standardized Coefficients	T-Statistics
1. การขยายตัวของเศรษฐกิจ ¹	0.267**	4.203
2. ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์อเมริกัน	-0.245**	-2.750
3. ผลงานของตลาดหุ้น ²	0.244**	5.545
4. ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า	-0.236**	-2.399
5. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย	0.224**	2.311

* สำคัญในระดับ 10%

** สำคัญในระดับ 5%

R² adjusted = 0.842

D.W. = 2.11

¹ ใช้ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเป็นเครื่องชี้การขยายตัวของเศรษฐกิจ² ใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นเครื่องชี้ผลงานของตลาดหุ้น

ตารางที่ 4 การไหลเข้าของเงินกู้

ตัวแปร	Standardized Coefficients	T-Statistics
1. ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า	-0.405**	-4.272
2. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย	0.302**	2.514
3. ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์อเมริกัน	-0.173**	-1.933
4. อัตราส่วนทุนสำรองเงินตราต่างประเทศต่อรายจ่ายสินค้าเข้า	0.148*	1.701

* สำคัญในระดับ 10%

** สำคัญในระดับ 5%

R² adjusted = 0.764

D.W. = 1.96

บัญชีเงินบาทของชาวต่างประเทศ (ตารางที่ 5) ไม่น่าแปลกใจที่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า และดัชนีตลาดหุ้น เป็นปัจจัยสำคัญที่ชี้แนะนักลงทุนต่างชาติว่าควรเข้ามาลงทุนในประเทศไทยหรือไม่ แต่สิ่งที่น่าสังเกต 3 ประการ มีดังนี้

- อัตราส่วนทุนสำรองเงินตราต่างประเทศต่อรายจ่ายสินค้าเข้า (ซึ่งชี้แนะต่อนักลงทุนว่าประเทศลูกหนี้จะสามารถชำระหนี้ต่างประเทศได้หรือไม่) ได้รับความสำคัญจากนักลงทุนต่างประเทศมากกว่าปัจจัยอื่นๆ รวมทั้งส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ประเด็นนี้ตรงกับแนวโน้มที่เงินฝากบาทของชาวต่างชาติมักมีอายุสั้นและผันผวนง่าย ขึ้นกับว่ามีข่าวใดมากระทบความเชื่อมั่นของนักลงทุนหรือไม่
- ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสำคัญกว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์
- ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่สำคัญทางสถิติ คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของเงินบาทและของ

เงินดอลลาร์สิงคโปร์ ไม่ใช่ของเงินดอลลาร์อเมริกันหรือเงินเยน นอกจากนั้นความผันผวนของค่าเงินบาทที่สำคัญทางสถิติ คือ ระหว่างค่าเงินบาทกับค่าเงินดอลลาร์สิงคโปร์ ไม่ใช่กับค่าเงินดอลลาร์อเมริกันหรือเงินเยน ผลการทดสอบทางสถิตินี้ตรงกับความจริงที่ว่า ส่วนใหญ่ (ประมาณร้อยละ 60) ของเงินฝากบาทของชาวต่างชาตินั้นมาจากสิงคโปร์ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาตินับเป็นปัจจัยที่สำคัญมากที่มีผลต่อการนำเงินทุนจากต่างประเทศเข้าประเทศไทย ข้อสรุปนี้เห็นได้ชัดจากน้ำหนักของส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในกรณีของการนำเงินลงทุนโดยตรง (ดูตารางที่ 2) น้ำหนักของการขยายตัวทางเศรษฐกิจในกรณีของการนำเงินลงทุนในตลาดหุ้น (ดูตารางที่ 3) น้ำหนักของอัตราส่วนทุนสำรองเงินตราต่างประเทศต่อรายจ่ายสินค้าเข้าทั้งในกรณีของการนำเงินกู้ (ดูตารางที่ 4) และเงินฝากบาทของชาวต่างชาติ (ดูตารางที่ 5)

ตารางที่ 5 การไหลเข้าของเงินทุนสู่บัญชีเงินบาทของชาวต่างชาติ

ตัวแปร	Standardized Coefficients	T-Statistics
1. อัตราส่วนทุนสำรองเงินตราต่างประเทศต่อรายจ่ายสินค้าเข้า	0.124**	2.075
2. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก	0.112**	3.028
3. ค่าค้าประกันอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า	-0.084*	-1.777
4. ผลงานของตลาดหุ้น	0.071*	1.804
5. ความผันผวนของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สิงคโปร์	-0.061*	-1.623

* สำคัญในระดับ 10%

** สำคัญในระดับ 5%

R² adjusted = 0.922

D.W. = 2.23

ส่วนต่างของอัตราเงินเฟ้อระหว่างของไทยและต่างประเทศ ไม่สำคัญทางสถิติ ทั้งนี้คงเป็นเพราะในอดีตไทยประสบความสำเร็จในการรักษาเสถียรภาพทางราคาเป็นส่วนใหญ่ ดังนั้นปัจจัยนี้จึงไม่ค่อยกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ

จ. ประสบการณ์เกี่ยวกับการควบคุมเงินทุนจากต่างประเทศ

บราซิล ปัญหาก็ยืดเยื้อเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อที่สูงในช่วงต้นทศวรรษ 1990 ชักนำไปบราซิลผูกค่าเงินเรียลของตนไว้กับดอลลาร์อเมริกัน ดำเนินมาตรการการเงินตึงตัวและเพิ่มภาษี อย่างไรก็ตามส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงพร้อมทั้งเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเข้าเป็นอันมากจนในปี 2536 รัฐบาลเริ่มใช้หลายมาตรการเพื่อลดเงินทุนนำเข้า ตัวอย่างเช่น เพิ่มภาษีกับพันธบัตรที่บริษัทบราซิลออกในต่างประเทศจากร้อยละ 3 เป็นร้อยละ 7 เรียกเก็บภาษีร้อยละ 1 จากการลงทุนของชาวต่างชาติในตลาดหุ้นบราซิล และเพิ่มภาษีที่เรียกเก็บจากการลงทุนแบบอัตราผลตอบแทนตายตัวของชาวต่างชาติในบราซิลจากร้อยละ 5 เป็นร้อยละ 9 หลังจากนั้นก็มีหลายมาตรการที่พยายามยืดอายุเงินทุนจากต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น อัตราภาษีแปรผันในทิศทางตรงกันข้ามกับอายุเงินกู้และยืดอายุขั้นต่ำของเงินกู้เป็นสามปี อย่างไรก็ตามตลาดการเงินที่พัฒนาแล้วและตราสารอนุพันธ์ทำให้มาตรการเหล่านั้นไม่ได้ผล เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้ามามากจนรัฐต้องออกพันธบัตรเข้าดูดซับสภาพคล่อง มาตรการดูดซับนั้นนอกจากจะเพิ่มภาระดอกเบี้ยให้แก่รัฐแล้วยังดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเข้ามาอีกเพราะอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่สูงขึ้น แสดงให้เห็นว่า

มาตรการภาษีไม่มีความหมายเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น โดยเฉพาะในกรณีที่ไม่มีความเสี่ยงทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน

ชิลี ในปี 2532 ชิลีได้พยายามลดความรุนแรงทางเศรษฐกิจโดยใช้มาตรการที่เข้มงวดทางการเงิน ซึ่งก็เพิ่มอัตราดอกเบี้ยและดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเข้าเป็นอันมากเช่นเดียวกับบราซิล เงินทุนเหล่านั้นทำให้ส่วนเกินดุลเงินทุนสูงถึงร้อยละ 10 ของรายได้ประชาชาติ และหนึ่งในสามของส่วนเกินดุลเหล่านั้นเป็นเงินทุนระยะสั้น ในเดือนมิถุนายน 2534 รัฐได้ใช้มาตรการควบคุมเงินทุนโดยบังคับให้ผู้กู้เงินจากต่างประเทศต้องฝากร้อยละ 20 ของเงินกู้ไว้ที่ธนาคารกลางเป็นเวลาหนึ่งปี โดยไม่ได้รับผลตอบแทน (มาตรการ unremunerated reserve requirement—URR) ในขณะเดียวกันธนาคารกลางก็ลดการดูดซับสภาพคล่องเพื่อลดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศให้สอดคล้องกับมาตรการจำกัดเงินทุนนำเข้า มาตรการทั้งสองนี้ประสบผลสำเร็จทั้งในแง่ลดปริมาณและยืดอายุเงินทุนนำเข้า ส่วนเกินดุลบัญชีเงินทุนจึงลดลงเหลือร้อยละ 2.4 ของรายได้ประชาชาติ ในปี 2534 และส่วนใหญ่ของเงินทุนนำเข้าที่ลดลงเป็นเงินทุนระยะสั้น ในทางตรงกันข้ามเงินลงทุนโดยตรงกลับเพิ่มขึ้น ในปี 2535 เงินทุนจากต่างประเทศไหลทะลักเข้ามาอีกครั้ง รัฐจึงเพิ่มระดับของมาตรการ URR ขึ้นเป็นร้อยละ 30

นอกจากนั้นชิลียังได้วางกฎเกณฑ์อื่นๆ เพื่อจำกัดเงินทุนนำเข้าระยะสั้นและการเก็งกำไรอีกหลายประการ เช่น หากชาวต่างชาติต้องการซื้อพันธบัตรหรือหุ้นของชิลี จำนวนเงินลงทุนต้องไม่น้อยกว่า 1 ล้านดอลลาร์อเมริกัน และต้องถืออย่างน้อยห้าปี แต่สามารถส่งผลตอบแทนหรือเงินปันผลกลับไปสู่ประเทศของตนได้ การลงทุนในอุตสาหกรรมก็ต้องมีอายุขั้นต่ำเช่นกัน

ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรม ในบางโอกาสชิลีสนับสนุนการส่งออกเงินทุน (เช่น ผ่านปรนข้อบังคับเกี่ยวกับการจ่ายเงินบำนาญ) เพื่อเป็นช่องทางหนึ่งที่จะลดการขยายตัวของปริมาณเงินที่มากเกินไป

โคลอมเบีย ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 เงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าโคลอมเบียเป็นจำนวนมากเช่นเดียวกับประเทศอื่นๆ ในทวีปเอเชียและลาตินอเมริกา เงินทุนที่ไหลเข้าเหล่านี้เพิ่มจากร้อยละ 0.2 ของรายได้ประชาชาติในปี 2533 เป็นร้อยละ 5.2 ของรายได้ประชาชาติในปี 2536 ทั้งนี้เป็นผลจากการปรับโครงสร้างพื้นฐานหลายแห่ง เช่น การเปิดเสรีทางการค้า อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย การอนุญาตให้ต่างชาติมีสิทธิ์เข้าลงทุนและเป็นเจ้าของธนาคารมากขึ้น แม้เงินทุนนำเข้าเหล่านี้จะช่วยจุนเจือส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้บ้าง แต่ก็เพิ่มค่าของเงินท้องถิ่นและลดความสามารถในการแข่งขัน ในขั้นแรกรัฐได้ดำเนินมาตรการแทรกแซงคล้ายกับบราซิลและชิลี แต่มาตรการเหล่านั้นใช้ต้นทุนที่สูงและไม่ได้ผลในการคุมเงินทุนนำเข้าเพราะอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ดังนั้นรัฐจึงหยุดแทรกแซงและปล่อยให้ค่าเงินของตนมีค่าเพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตาม ในปี 2536 การค้นพบน้ำมันดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเข้าอีกระลอกหนึ่ง รัฐจึงนำมาตรการควบคุมเงินนำเข้าคล้ายกับมาตรการ URR ของชิลีออกใช้ในเดือนกันยายน 2536 โดย URR นี้ใช้กับเงินกู้จากต่างประเทศที่มีอายุน้อยกว่าห้าปี (ยกเว้นสินเชื่อทางการค้าที่มีอายุไม่เกินสี่เดือน) และต้องฝากเงินสำรองไว้ที่ธนาคารกลางตลอดอายุเงินกู้ ยิ่งอายุเงินกู้สั้นเท่าใดสัดส่วนเงินสำรองของ URR ยิ่งสูงขึ้น (อัตราส่วน URR เพิ่มจากร้อยละ 42.8 สำหรับเงินกู้อายุห้าปี ไปถึงร้อยละ 140 สำหรับเงินกู้อายุหนึ่งเดือน) แม้มาตรการ URR จะไม่ได้ลดการไหลเข้าของเงินทุนจากต่างประเทศ (ที่เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 5 ของรายได้ประชาชาติในปี 2536 เป็นร้อยละ 8.4 ของรายได้ประชาชาติในปี 2539) แต่โครงสร้างอายุชำระคืนก็เปลี่ยนไปเป็นอันมาก สัดส่วนหนี้ต่างประเทศระยะสั้นลดลงจากร้อยละ 60 ในปี 2536 เหลือเพียงร้อยละ 30 ในปี 2539

สาธารณรัฐชิลี ในช่วงปี 2537-38 เงินทุนจากต่างประเทศเป็นจำนวนมากไหลเข้าสู่สาธารณรัฐชิลี เพราะส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยและการเก็งกำไรว่าเงินท้องถิ่นจะเพิ่มค่า ส่วนเกินดุลการชำระเงินจึงสูงขึ้นถึงระดับร้อยละ 6.6 ของรายได้ประชาชาติในปี 2537 และร้อยละ 16.7 ของรายได้ประชาชาติ

ในปี 2538 ในช่วงแรกรัฐดำเนินมาตรการแทรกแซงโดยซื้อเงินตราต่างประเทศ (เพื่อไม่ให้ค่าเงินของตนเพิ่มขึ้น) และออกพันธบัตรดูดซับเงินท้องถิ่นไปพร้อมๆ กัน (sterilized intervention) ต่อมาเรียกเก็บภาษีร้อยละ 0.25 จากการซื้อขายเงินตราต่างประเทศกับธนาคารพาณิชย์ และจำกัดขอบเขตการกู้สุทธิระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์ สำหรับเอกชนที่ไม่ใช่ธนาคารหากต้องการกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศต้องขออนุมัติล่วงหน้าจากรัฐ มาตรการควบคุมเหล่านี้ลดปริมาณเงินทุนนำเข้าสู่สุทธิลงเหลือร้อยละ 3.5 ของรายได้ประชาชาติในปี 2539

มาเลเซีย ระหว่างปี 2533-36 สถานการณ์ทางเศรษฐกิจของมาเลเซียคล้ายกับของสาธารณรัฐชิลีที่กล่าวข้างต้น กล่าวคือเงินทุนระยะยาวที่เอกชนนำเข้าสู่สุทธิเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 5.7 ของรายได้ประชาชาติในปี 2533 เป็นร้อยละ 8.2 ของรายได้ประชาชาติในปี 2536 แต่เงินทุนระยะสั้นพุ่งขึ้นจากร้อยละ 1.2 ของรายได้ประชาชาติไปถึงร้อยละ 8.9 ของรายได้ประชาชาติในช่วงระยะเวลาเดียวกัน มาตรการในช่วงแรกเน้นทางด้านลดปริมาณเงิน (โดยออกพันธบัตร) แทนที่จะเพิ่มความยืดหยุ่นให้แก่อัตราแลกเปลี่ยน มาตรการเช่นนั้นก่อต้นทุนสูงและไม่ประสบความสำเร็จ แม้รัฐจะเพิ่มอัตราส่วนเงินสดสำรองแต่เงินทุนก็ยังไหลเข้าอย่างต่อเนื่องเพราะอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเนื่องจากความเข้มงวดของมาตรการการคลัง ในเดือนมกราคม 2537 รัฐตัดสินใจใช้มาตรการควบคุมเงินทุนหลายมาตรการโดยเฉพาะเงินกู้และเงินฝากระยะสั้นจากต่างประเทศ เช่น ห้ามชาวมาเลเซียขายตราสารการเงินระยะสั้นกว่าหนึ่งปีแก่ชาวต่างชาติ ห้ามธนาคารพาณิชย์ซื้อขายล่วงหน้าเงินตราต่างประเทศ (ที่ไม่เกี่ยวกับสินค้า) กับชาวต่างชาติ ตั้งเพดานสำหรับฐานะหนี้ต่างประเทศสุทธิ (ที่ไม่เกี่ยวกับการค้าและเงินลงทุนโดยตรง) ของธนาคารพาณิชย์ พร้อมทั้งลดอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ รัฐนำมาตรการควบคุมเหล่านี้มาใช้บังคับชั่วคราว แต่ก็ยังบรรลุผลในการลดปริมาณและเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของเงินทุนนำเข้า กล่าวคือ ปริมาณลดลงจากร้อยละ 17.2 ของรายได้ประชาชาติในปี 2536 เหลือร้อยละ 2.1 ของรายได้ประชาชาติในปี 2537 และเงินทุนระยะสั้นลดลงจากร้อยละ 8.6 ของรายได้ประชาชาติในปี 2536 เหลือร้อยละ -4.6 ของรายได้ประชาชาติในปี 2537

ไทย ในทศวรรษที่ 1980 เมื่ออัตราดอกเบี้ยต่างประเทศที่สูงขึ้นส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย แม้รัฐจะยังไม่ได้เปิดเสรีทางด้านเงินทุน รัฐก็ได้ลดภาษีดอกเบี้ยเงินลงทุนนำเข้าระยะยาว

เพื่อยึดอายุการกู้เงินจากต่างประเทศ แต่ก็ได้ยกเลิกวิธีการนี้ไปในเดือนกุมภาพันธ์ 2533

ในปี 2538 ทางการค้าได้พยายามต่อสู้กับเงินทุนที่ไหลเข้าเป็นจำนวนมาก (อันเนื่องมาจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงและนโยบายผูกค่าเงินบาทกับดอลลาร์อเมริกัน) โดยดำเนินมาตรการดังต่อไปนี้

1. จำกัดฐานะเงินตราต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์ไม่ให้เกินร้อยละ 10-20 ของเงินกองทุน
2. เรียกเก็บเงินสดสำรองร้อยละ 7 (โดยฝากไว้ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย) จากบัญชีเงินบาทของชาวต่างชาติที่มีอายุน้อยกว่าหนึ่งปี และจากเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศของบริษัทเงินทุน
3. เพิ่มจำนวนขั้นต่ำของเงินทุนนำเข้าผ่านวิเทศธนกิจจาก 500,000 ดอลลาร์อเมริกัน เป็น 2 ล้านดอลลาร์อเมริกัน

แม้มาตรการดังกล่าวข้างต้นจะช่วยลดเงินกู้จากต่างประเทศลงได้บ้าง กระแสเงินทุนก็ไหลเข้าเป็นจำนวนมากอีกครั้งในปลายปี 2538 โดยส่วนหนึ่งเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐอเมริกาลดลง ส่วนเกินดุลเงินทุนพุ่งขึ้นจากร้อยละ 8.5 ของรายได้ประชาชาติในปี 2537 เป็นร้อยละ 13.1 ของรายได้ประชาชาติในปี 2538 เงินทุนเหล่านั้นผลักดันให้รัฐดำเนินมาตรการควบคุมอีกครั้งในปี 2539 เพราะกลัวว่านโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นขึ้นจะเพิ่มค่าเงินบาท เพิ่มส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และทำให้ระบบธนาคารพาณิชย์ทรุดตัวลง ดังนั้นรัฐจึงขยายมาตรการเรียกเก็บเงินสดสำรองร้อยละ 7 ให้ครอบคลุมถึงเงินกู้ระยะสั้นจากต่างประเทศของธนาคารพาณิชย์และกิจการวิเทศธนกิจ และเพิ่มข้อบังคับเกี่ยวกับเงินกองทุนขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ด้วย ในเดือนพฤษภาคม 2540 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้แยกตลาดเงินตราต่างประเทศออกเป็นสองส่วน และห้ามสถาบันการเงินปล่อยกู้เงินบาทแก่ชาวต่างชาติ (ยกเว้นที่เกี่ยวกับการค้าและการลงทุน) ทั้งนี้เพื่อป้องกันและปราบปรามการเก็งกำไรในอัตราแลกเปลี่ยน

โดยสรุป มาตรการควบคุมที่น่าออกใช้ในปี 2538-39 ดูเหมือนว่าจะลดการนำเข้าเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศ ลดสัดส่วนของเงินทุนระยะสั้นจากร้อยละ 62 ในปี 2538 เป็นร้อยละ 32 ในปี 2539 ยึดอายุเงินกู้กิจการวิเทศธนกิจ (สัดส่วนเงินกู้ระยะยาวเพิ่มจากร้อยละ 14 เป็นร้อยละ 34) ลดหนี้

ต่างประเทศระยะสั้น (จากร้อยละ 50 เป็นร้อยละ 43) และลดการขยายตัวของบัญชีเงินบาทของชาวต่างชาติ อย่างไรก็ตาม ยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่าแนวโน้มที่ดีขึ้นนี้เป็นเพราะมาตรการควบคุมหรือความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติได้ลดน้อยลงหรือปัจจัยภายนอกอื่นๆ

ประสบการณ์ที่เจ็บปวดของประเทศไทยเกี่ยวกับเงินทุนจากต่างประเทศเป็นบทเรียนที่ให้ประโยชน์หลายประการ ประการแรก การปฏิรูปสถาบันการเงินและความยืดหยุ่นของอัตราแลกเปลี่ยนเกิดขึ้นช้าและไม่ทันกับการเปิดเสรีบัญชีเงินทุน ความไม่สอดคล้องเช่นนี้รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศที่สูงกระตุ้นการก่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเป็นจำนวนมาก ซึ่งอาจทำให้ประเทศประสบปัญหาหรือภาวะวิกฤติได้ง่าย ประการที่สอง มาตรการควบคุมเงินทุนมิใช่เป็นสิ่งที่มาทดแทนนโยบายแก้ไขปัจจัยพื้นฐานได้ ประการที่สาม การพึ่งมาตรการควบคุมเงินทุนอาจมีส่วนที่ทำให้รัฐเลื่อนการเพิ่มความยืดหยุ่นให้แก่อัตราแลกเปลี่ยนและการดำเนินมาตรการการเงินการคลังที่เหมาะสม

จ. แนวทางต่างๆ ในการจัดการเงินทุนจากต่างประเทศ

ในวิกฤติการณ์ทางการเงินของเอเชียหลายครั้งที่ผ่านมา IMF ได้เข้าช่วยเหลือหลายประเทศที่เกือบล้มละลาย (เพราะทุนสำรองเงินตราต่างประเทศเกือบหมดลง เนื่องจากเงินทุนไหลออกสู่ต่างประเทศเป็นอันมาก) โดยรวบรวมสินเชื่อฉุกเฉินเพื่อที่จะเสริมสร้างทุนสำรองเงินตราต่างประเทศของประเทศที่ประสบปัญหา และฟื้นฟูความเชื่อมั่นของนักลงทุนด้วยหลายช่องทาง ดังต่อไปนี้

- ตัดทอนรายจ่าย (เพื่อลดส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัด)
- เพิ่มอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ (เพื่อลดความอยากใช้จ่าย ดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศ และหลีกเลี่ยงโอกาสที่เงินจะลดค่าต่อไป)
- ปรับปรุงสถาบันการเงินในระบบ (เพื่อแก้ไขปัญหาคูณภาพสินทรัพย์ และเสถียรภาพที่สิ้นศลอน)

โดยสรุป วิธีการของ IMF ในการแก้ไขวิกฤติการณ์นั้นพึ่งกลไกตลาดเป็นสำคัญ มิได้ใช้มาตรการควบคุมบิรวรรคกับดุลบัญชีเดินสะพัดหรือดุลเงินทุนเพื่อเสริมสร้างทุนสำรองเงินตรา

ต่างประเทศ แต่กลับกำหนดนโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่รอบคอบ (เช่น จำกัดงบประมาณการคลัง อัตราดอกเบี้ยที่สูง) แก่ไขจุดอ่อนในระบบการเงิน (เช่น ใช้มาตรฐานสากลในการจัดชั้นสินทรัพย์ บังคับใช้เงินสำรองกันหนี้สูงที่เพียงพอ) แนวทางของ IMF ที่ใช้นั้นตรงกับที่กล่าวถึงในหัวข้อ ค. ซึ่งย้ำว่าความเชื่อมั่นเป็นปัจจัยที่สำคัญยิ่งในตลาดการเงินระหว่างประเทศที่คล่องตัวมากในปัจจุบัน เท่าที่ผ่านมาหลังจากที่ประเทศที่ได้รับความช่วยเหลือ (เช่น ไทย เกาหลีใต้) ปฏิบัติตามเงื่อนไขของ IMF ประเทศเหล่านั้นประสบความสำเร็จพอสมควรในการเรียกความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติกลับคืนมา ดังเห็นได้จากทุนสำรองเงินตราต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นและการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม หลายฝ่ายวิจารณ์แนวทางของ IMF ว่าใช้ต้นทุนสูงมากในรูปแบบต่างๆ เช่น เศรษฐกิจที่ถดถอยในระยะแรก การว่างงาน มาตรฐานการครองชีพที่ตกต่ำลง และความไม่ไว้วางใจทางสังคม นอกจากนี้เงื่อนไขที่เข้มงวดพร้อมทั้งความตึงเครียดทางเศรษฐกิจและสังคมอาจนำไปสู่วงจรอุบาทว์ได้ เนื่องจากความตกต่ำเหล่านั้นอาจลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศลง ทำให้นักลงทุนต่างชาติหรือเจ้าหนี้บางรายลังเลใจที่จะนำเงินทุนเข้า ในขณะที่บางรายอาจถึงกับถอนเงินเชื่อค้างของตน ดังนั้นหลายฝ่ายจึงขอให้ IMF ผ่อนคลายเงื่อนไขลง

ในทางตรงกันข้ามกับการหึงกลไกตลาดของ IMF มาเลเซียเริ่มใช้มาตรการควบคุมเงินทุนที่เข้มงวด พร้อมทั้งอัตราแลกเปลี่ยนตายตัวตั้งแต่เดือนกันยายน 2541 ในมุมมองหนึ่ง เครื่องกีดขวางเช่นนี้อาจช่วยเลี่ยงสิ่งก่อกวนอันเนื่องมาจากความผันผวนของเงินทุนระยะสั้นและช่วยฟื้นฟูเศรษฐกิจ แต่ในอีกมุมมองหนึ่ง มาตรการเช่นนั้นอาจลดความเชื่อมั่นของนักลงทุนและอาจกระตุ้นให้ประเทศอื่นๆ มีมาตรการตอบโต้ได้ท่ามกลางความขัดแย้งเช่นนี้เราควรจะตระหนักว่า ความเชื่อมั่นของนักลงทุนหรือความน่าเชื่อถือของประเทศเป็นสิ่งที่สำคัญและเปราะบางมาก ถึงขนาดที่ว่าหากเสื่อมโทรมลง การแก้ไขหรือฟื้นฟูจะกระทำได้ยากเป็นอย่างยิ่ง

อีกช่องทางหนึ่งที่จะควบคุมเงินทุนจากต่างประเทศคือภาษี Tobin ซึ่งเรียกเก็บจากการซื้อขายเงินตราต่างประเทศทุกประเภท จุดประสงค์หลักของภาษีนี้นี้คือหยุดยั้งการทำกำไรหรือเก็งกำไรข้ามสกุลเงิน อย่างไรก็ตาม ภาษีนี้นำออกใช้ได้ยากเพราะ (ก) มีช่องโหว่หลายประการ (ข) ความลำบากในการตรวจสอบและแยกแยะการเก็งกำไรจากการค้าขายปกติ (ค) ประเทศคู่ค้า

อาจนำภาษีประเภทเดียวกันออกใช้โต้ตอบได้ และ (ง) แรงต่อต้านจากองค์การระหว่างประเทศ

เนื่องจากแนวทางที่รุนแรงของทั้ง IMF มาเลเซีย และภาษี Tobin สามารถก่อผลกระทบในทางลบได้ทั้งสิ้น โดยเฉพาะกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ การประนีประนอมหรือแนวทางสายกลางจะดูน่าสนใจกว่า กล่าวคือ การควบคุมเงินทุนระยะสั้นชั่วคราวอาจช่วยให้ประเทศผู้รับเงินทุนมีโอกาสประสบปัญหาน้อยลง จุดประสงค์ของการควบคุมเช่นนั้น มีดังนี้

- ลดความผันผวนของเงินทุนภาคเอกชน
- เพิ่มเอกภาพทางนโยบายให้แก่ประเทศลูกหนี้
- หลีกเลี่ยงการผันผวนที่ไม่จำเป็นของอัตราแลกเปลี่ยน ก่อนที่จะนำมาตรการควบคุมใดๆ ออกใช้ รัฐควรตระหนักถึงข้อควรระวังต่อไปนี้

1. การนำมาตรการออกใช้ไม่ควรซ้ำเกินไปและไม่ควรใช้นานเกินไป
2. ประเด็นที่สำคัญ คือ ปลายทางของการใช้เงินและผลตอบแทน มิใช่พิจารณาแต่เพียงอายุของเงินทุนหรือกำหนดชำระคืน
3. เป้าหมายของการควบคุมควรเป็นการไหลของเงินทุน (flows) มิใช่ยอดคงค้าง (stocks)
4. ความสอดคล้องกับมาตรการเศรษฐกิจอื่นๆ อันได้แก่ การเงิน การคลัง และอัตราแลกเปลี่ยน
5. ความสอดคล้องกับพฤติกรรมของธุรกิจประเภทต่างๆ
6. การรักษาไว้ซึ่งความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ
7. ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นได้และช่องโหว่

ข. จะสร้างภูมิคุ้มกันความผันผวนของเงินทุนได้อย่างไร

ตามที่กล่าวในหัวข้อ จ. ขั้นแรกของการสร้างภูมิคุ้มกันวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยนไม่ใช่การควบคุมเงินทุน แต่เป็นการติดตามการหมุนเวียนของเงินทุนอย่างใกล้ชิดและจุดสุดท้ายของการใช้เงิน ข้อมูลที่ละเอียดและทันต่อเวลาจะช่วยให้เนกาการวางมาตรการที่ถูกต้องและนำมาตรการเหล่านั้นไปใช้ได้ถูกเวลาหรือถูกลำดับ ระบบข่าวสารนั้นควรรวมข้อมูลทั้งระดับจุลภาคและมหภาค ตัวอย่างต่อไปนี้แสดงถึงปัญหาในระดับจุลภาคที่ระบบข้อมูลข่าวสารที่มีประสิทธิภาพจะสามารถช่วยตรวจพบแต่เนิ่นหรือในระยะเวลาที่ยังแก้ไขได้ พร้อมทั้งเสนอมาตรการแก้ไขที่เหมาะสม

- บางโครงการที่พึ่งเงินกู้ต่างประเทศ (เช่น โรงพยาบาล) ได้รับผลตอบแทนเป็นเงินท้องถิ่นและไม่สูงพอในแง่เงินตราต่างประเทศเมื่อวัดโดยใช้อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง
- บางโครงการบิดเบือนการใช้ทรัพยากรที่เหมาะสมในภาคเศรษฐกิจอื่นๆ ในขณะที่บางโครงการ (เช่น การประกอบรถยนต์) ก่อให้เกิดการลงทุนปลายทางอย่างเกินเหตุ
- บางโครงการ (เช่น โรงกลั่นน้ำมัน) ต้องพึ่งวัตถุดิบจากต่างประเทศอยู่เสมอ ก่อให้เกิดส่วนขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง
- บางโครงการ (เช่น อสังหาริมทรัพย์ การผลิตกระแสไฟฟ้า) กระตุ้นการลงทุนแบบแห่ตามฝูงชน ผลักดันให้ราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นเกินเหตุหรือสภาพเศรษฐกิจฟองสบู่

ขั้นที่สองของการสร้างภูมิคุ้มกันคือ นำระบบเตือนภัยล่วงหน้าทางเศรษฐกิจมาพิจารณาใช้ ในแง่นี้เศรษฐกิจหลายรายได้ใช้วิธีการทางเศรษฐมิติเข้าวิเคราะห์ถึงการเกิดวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยนและปัจจัยที่สำคัญในการก่อเหตุ ตัวอย่างเช่น Goldfajn and Valdes (1997) ใช้ Logit model ทดสอบ 26 ประเทศใน 13 ปี (2527-40) และพบว่าอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงในระดับที่ไม่เหมาะสมเป็นปัจจัยที่สำคัญทางสถิติเพียงตัวเดียว Esquivel and Larrain (1998) ใช้ Probit model ทดสอบ 30 ประเทศ ใน 21 ปี (2518-39) ผลปรากฏว่าปัจจัยต่อไปนี้มีความสำคัญทางสถิติที่จะชี้ถึงวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยน

- ความไม่เหมาะสมของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง
- การเปลี่ยนแปลงของเงินตราสำรองเมื่อเทียบกับเป็นร้อยละของรายได้ประชาชาติ
- ดุลบัญชีเดินสะพัด
- อัตราส่วนของปริมาณเงิน (M2) ต่อทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ
- ส่วนเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนระหว่างราคาสินค้าออกต่อราคาสินค้าเข้า
- การขยายตัวของรายได้ต่อหัว
- บรรยากาศในทางลบที่ระบอบมาจากปัญหาที่เกิดขึ้นในภูมิภาค

Kaminsky, Lizendo, and Reinhart (1998) ตรวจสอบวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยน 76 ครั้งใน 20 ประเทศระหว่างปี 2513-38 โดยใช้ Signals approach และพบว่าปัจจัยต่อไปนี้ เป็นปัจจัยที่สำคัญในการชี้ภาวะวิกฤติ (เรียงตามลำดับความสำคัญ)

1. อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง
2. วิกฤติการณ์ของธนาคารพาณิชย์
3. การส่งออก
4. ราคาค่าเงิน
5. อัตราส่วนปริมาณเงิน (M2) ต่อทุนสำรองระหว่างประเทศ
6. ผลผลิต
7. ส่วนเกินของปริมาณเงิน (M1)
8. ทุนสำรองระหว่างประเทศ
9. M2 multiplier
10. อัตราส่วนสินเชื่อกภายในประเทศต่อรายได้ประชาชาติ
11. อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง
12. อัตราส่วนราคาสินค้าออกต่อราคาสินค้าเข้า
13. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง
14. สินค้าเข้า
15. เงินฝากธนาคารพาณิชย์
16. อัตราส่วนอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่ออัตราดอกเบี้ยเงินฝาก

ผลการศึกษานหลายชิ้นที่กล่าวถึงข้างต้นอาจไม่ตรงกันทีเดียว เพราะใช้คำจำกัดความของวิกฤติการณ์ต่างกัน วิธีทดสอบต่างกันและวิธีวัดต่างกัน อย่างไรก็ตามรัฐบาลของแต่ละประเทศถูกหน้ควรติดตามเครื่องชี้ต่อไปนี้อย่างใกล้ชิด เพราะเครื่องชี้เหล่านี้สามารถช่วยส่งสัญญาณเตือนภัยที่เชื่อถือได้ว่าจะเกิดปัญหาเกี่ยวกับเงินทุนจากต่างประเทศ

- อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่แท้จริงเมื่อเทียบกับของประเทศอื่นๆ
- แนวโน้มดุลบัญชีเดินสะพัด
- อัตราเงินเฟ้อเมื่อเปรียบเทียบกับของประเทศอื่นๆ
- ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย
- อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง
- สัดส่วนหนี้ต่างประเทศระยะสั้น

- โครงสร้างอายุชำระคืนของภาระหนี้ต่างประเทศ
- อัตราส่วนภาระหนี้ต่างประเทศต่อรายได้จากการส่งออกในสามปีข้างหน้าตามประมาณการ
- อัตราส่วนเฉลี่ยของรายจ่ายสินค้าเข้าที่จำเป็นต่อรายได้เงินตราต่างประเทศ
- ความหลากหลายของแหล่งและประเภทของรายได้เงินตราต่างประเทศ
- อัตราส่วนของทุนสำรองเงินตราต่างประเทศต่อผลรวมของรายจ่ายสินค้าเข้าและภาระหนี้ต่างประเทศระยะสั้น
- ขนาดและความถี่ของความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินสกุลท้องถิ่นและเงินสกุลหลัก

ในบางโอกาส รัฐบาลของประเทศลูกหนี้อาจต้องการตอบได้เงินทุนจากต่างประเทศโดยอัตโนมัติหรือดูดซับสภาพคล่องเข้าสู่หรือออกจากตลาดเงินภายในประเทศ แต่ตามประสบการณ์ของหลายประเทศลูกหนี้ที่กล่าวข้างต้น (ในหัวข้อ จ.) เงินทุนจากต่างประเทศสามารถมีปฏิกิริยาต่อ (และลบล้างผลของ) มาตรการแทรกแซงเช่นนั้นได้ง่าย ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนและการคาดการณ์หรือบรรยากาศของตลาด นั่นแสดงให้เห็นชัดว่าความสอดคล้องของนโยบายและความเชื่อมั่นของนักลงทุนนั้นเป็นสิ่งที่สำคัญมาก

ไม่ว่าในกรณีใดก็ตาม ประเทศไทยประเทศเดียวคงไม่สามารถสร้างภูมิคุ้มกันได้พอเพียงพอต่อความผันผวนของเงินทุนจากต่างประเทศ เพราะปริมาณที่เกี่ยวข้องนั้นมีขนาดใหญ่เป็นอันมากตามที่ประสบมาในปี 2540¹ ดังนั้น ขั้นตอนถัดมาของการสร้างภูมิคุ้มกันคือ ความร่วมมือในภูมิภาค ความร่วมมือดังกล่าว (ตามตัวอย่างที่จะกล่าวต่อไป) สามารถส่งผลทางจิตวิทยาอย่างรุนแรงต่อผู้ค้าขายเงินตรา นักเก็งกำไร และนักลงทุนระหว่างประเทศ เนื่องจากความร่วมมือในภูมิภาคหมายถึงพลังที่จะแทรกแซงตลาดได้มากขึ้นซึ่งสามารถเพิ่มเสถียรภาพให้แก่อัตราแลกเปลี่ยนได้

ตามที่ประเทศในกลุ่มเอเชียตะวันออก (East Asia—EA) มีดุลบัญชีเดินสะพัดที่เมื่อรวมกันแล้วเกินดุลมาตลอดทศวรรษ 1990 (ดูภาพที่ 2) และมีแนวโน้มที่จะเป็นเช่นนั้นต่อไป ประเทศเหล่านั้นจึงควรหมุนเวียนเงินทุนที่เกินดุลเหล่านั้นมาใช้ภายในภูมิภาค การหมุนเวียนเงินดังกล่าวจะช่วยลดข้อผูกพันที่ไม่จำเป็นกับสถาบันการเงินในทวีปอื่นๆ ข้อผูกพันที่น้อยลงนั้นก็ช่วยลดความผันผวนของเงินทุนจากต่างประเทศและลดโอกาสที่จะประสบวิกฤติการณ์อัตราแลกเปลี่ยน ตัวอย่างของเครื่องมือที่จะช่วยหมุนเวียนเงินทุน ได้แก่ การจัดตั้งหน่วยงานกลางเพื่อทำหน้าที่กู้เงินเป็นล็อตใหญ่ๆ จากแหล่งใน EA เพื่อนำมาปล่อยกู้ต่อแก่เอกชนรายย่อยภายในภูมิภาคเดียวกัน

การรวมทุนสำรองเงินตราต่างประเทศเป็นกองกลาง (reserve pooling) เป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ประเทศในกลุ่ม EA สามารถกระทำได้และประกาศอย่างชัดเจนว่าจะใช้เงินกองกลางนี้เข้าแทรกแซงในตลาดเงินตราต่างประเทศหากอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศในกลุ่ม EA ผันผวนมากเกินไป ความร่วมมือและการประกาศเช่นนั้นจะส่งผลทางจิตวิทยาอย่างรุนแรงและมีอิทธิพลมากกว่าความพยายามของประเทศใดประเทศหนึ่งที่จะแทรกแซงตลาด ดังนั้นวิธีนี้ก็ยังสามารถช่วยรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนในภูมิภาคได้เช่นกัน

อีกสองช่องทางที่จะช่วยบรรเทาผลเสียจากความผันผวนของเงินทุนจากต่างประเทศและอัตราแลกเปลี่ยนคือ ใช้เงินท้องถิ่นในการค้าขายภายในภูมิภาคด้วยตนเอง ตัวอย่างเช่น ระบบ net settlement หรือ bilateral payment arrangements ที่มาเลเซียทำกับหลายประเทศมาแล้ว นอกจากนั้นประเทศใน EA อาจสร้างดัชนีค่าเงินในภูมิภาค (East Asian Currency Index—EACI) เพื่อใช้เป็นหน่วยเงิน (แทนสกุลเงินนอก EA) ในการทำธุรกรรมภายในภูมิภาค

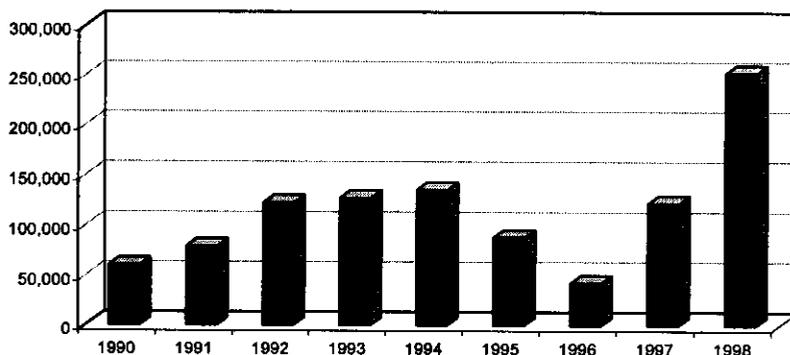
ข. บทสรุป

1. วิกฤติการณ์ทางการเงินในเอเชียอาจทำให้หลายฝ่ายโยนความผิดให้กับเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ เพราะได้มีการก่อกองหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเป็นจำนวนมากก่อนภาวะวิกฤติและการถอนเงินเป็นจำนวนมากอย่างฉับพลันก่อให้เกิดวิกฤติการณ์ อย่างไรก็ตาม หากศึกษาอย่างละเอียดจะเห็นว่าเงินทุนระยะสั้นไม่ใช่สาเหตุหลักของวิกฤติการณ์ เงินทุนระยะสั้นเพียงแต่เพิ่มโอกาสที่ประเทศลูกหนี้จะประสบอันตรายได้

¹ ในเดือนพฤษภาคม 2540 หลายฝ่ายรวมถึงลูกหนี้ เจ้าหนี้และนักลงทุนต่างชาติขาดความเชื่อมั่นในค่าของเงินบาทเพราะหลายปัจจัย เงินทุนที่ไหลออกจากประเทศไทยจึงมีจำนวนมาก เช่น สูงถึง 10,000 ล้านดอลลาร์อเมริกันภายในหนึ่งวันทำการ ขณะที่ทุนสำรองเงินตราต่างประเทศสุทธิของไทยมีเพียง 12,500 ล้านดอลลาร์อเมริกัน

ภาพที่ 2 ผลรวมของดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศในกลุ่มเอเชียตะวันออก

หน่วย: ล้านดอลลาร์อเมริกัน



ที่มา: IMF, International Financial Statistics, 1998.

2. แม้กระนั้นก็ตามเงินทุนระยะสั้นมิได้โดดเด่นกว่าเงินทุนอื่นๆ เพราะในเวทีการเงินระหว่างประเทศในปัจจุบัน หนี้ระยะสั้นและระยะยาวแตกต่างกันน้อยมากในแง่การชำระคืน เพราะสัญญาเงินกู้มักอนุญาตให้เจ้าหนี้หรือลูกหนี้สามารถเลือกชำระคืนหนี้ก่อนกำหนดได้

3. สิ่งที่สำคัญกว่าปัจจัยอื่นๆ คือ ความเชื่อมั่นที่เจ้าหนี้มีในลูกหนี้และความสามารถในการชำระหนี้ของประเทศลูกหนี้ พร้อมทั้งความเชื่อมั่นของเจ้าหนี้หรือลูกหนี้ในเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน หากความเชื่อมั่นเหล่านั้นแข็งแกร่งเพียงพอ เจ้าหนี้ก็พร้อมที่จะให้กู้เงินทุนจากต่างประเทศได้เสมอและไม่มีอะไรมาวิตกเกี่ยวกับเงินทุนระยะสั้น หากความเชื่อมั่นมีมากพอ ลูกหนี้ก็จะสามารถต่ออายุเงินกู้ระยะสั้น² หรือกู้จากแหล่งใหม่มาชำระคืนหนี้เก่าได้ ในทางตรงกันข้ามหากความเชื่อมั่นไม่มากพอ ก็ยากที่จะหาปัจจัยอื่นมาทดแทนได้ และในที่สุดความเชื่อมั่นที่ทรุดตัวลงนั้นก็กระตุ้นให้เงินทุนไหลออกนอกประเทศ

4. เพื่อจะรักษาหรือเพิ่มระดับความเชื่อมั่น ประเทศผู้กู้ต้องพยายามอย่างดีที่สุดที่จะปรับปรุงความสามารถในการชำระหนี้ของตน พร้อมทั้งเสถียรภาพในระบบการเงินของตน

ความเชื่อมั่นเป็นสิ่งที่ละเอียดอ่อนและเปราะบางอันขึ้นอยู่กับปัจจัยที่สำคัญหลายประการ เช่น ทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ ดุลบัญชีเดินสะพัด อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง โครงสร้างภาระหนี้คงค้าง เงินออมภายในประเทศ โอกาสในการลงทุน ศักยภาพการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ และเสถียรภาพของสถาบันการเงิน ตัวแปรเหล่านี้ตรงกับเป้าหมายของนโยบายเศรษฐกิจมหภาคอยู่แล้ว ดังนั้นความพยายามที่จะบริหารเศรษฐกิจมหภาคเพื่อรักษาหรือเพิ่มระดับความเชื่อมั่นมิได้หมายความว่ารัฐบาลของประเทศลูกหนี้จะต้องสูญเสียเอกภาพหรือเป้าหมายสำคัญอันใดอันหนึ่งไป

5. ข้อ 1-4 ยืนยันว่าเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศมิใช่สาเหตุหลักของวิกฤติการณ์ สาเหตุหลักคือสิ่งที่มาล่อใจให้ลงทุนอย่างผิดๆ และข้อผิดพลาดในการบริหารเศรษฐกิจมหภาค ดังนั้นการควบคุมเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศแต่อย่างเดียว จะไม่สามารถป้องกันวิกฤติการณ์ทางการเงินได้เสมอ มาตรการเช่นนั้นช่วยได้แต่เพียงผ่อนปรนปัญหาเท่านั้น พุดในอีกแง่หนึ่งคือ การควบคุมเงินทุนจากต่างประเทศเป็นความพยายามแก้ไขปัญหาล่าช้าเกินไปและผิดจุดด้วย

6. ถ้าจะป้องกันวิกฤติการณ์ทางการเงินในอนาคตให้ได้ผลสำเร็จ ควรดำเนินมาตรการดังต่อไปนี้อย่างต่อเนื่อง มิใช่เฉพาะเมื่อ (เริ่มที่จะ) เกิดปัญหา

6.1 ควรจัดตั้งระบบข้อมูลที่มีประสิทธิภาพ เพื่อติดตามสิ่งต่อไปนี้อย่างใกล้ชิด: อารมณ์ของตลาด โอกาส

² เงินกู้ระยะสั้นเป็นที่แพร่หลายเพราะความยืดหยุ่นและจากมุมมองของเจ้าหนี้มีน้ำหนักความเสี่ยงน้อยกว่าเงินกู้ระยะยาวตามมาตรฐานวัดความเสี่ยงสากล จากมุมมองของลูกหนี้ เงินกู้ระยะสั้นก็น่าสนใจเช่นกันเพราะอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าเงินกู้ระยะยาว

ในการลงทุน ผู้ที่สนใจจะลงทุน ประเภทธุรกิจที่อาจลงทุน ผลตอบแทนและรูปแบบของผลตอบแทน แรงจูงใจเบื้องต้น หลัง แบบแผนของการบริโภคและการออม สภาวะตลาดการเงินในขณะนั้นและที่คาดในอนาคต ตลาดการส่งออก และบรรยากาศของเศรษฐกิจโลก ระบบข้อมูลเช่นนี้จะช่วยชี้แนะว่าจุดใดอาจเกิดปัญหาขึ้นได้ในแง่เศรษฐกิจจุลภาค

- 6.2 การบริหารเศรษฐกิจมหภาคควรมีเป้าหมายที่จะรักษาหรือเพิ่มระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน เพราะความเชื่อมั่นดังกล่าวสำคัญเป็นอันมาก
- 6.3 หน่วยงานที่รับผิดชอบในประเทศลูกหนี้ควรประสานงานกันเพื่อให้นโยบายเศรษฐกิจที่น่าออกใช้ (รวมถึงนโยบายการเงิน การคลัง อัตราแลกเปลี่ยน และควบคุมปริวรรต) สอดคล้องซึ่งกันและกัน มิเช่นนั้นนโยบายเหล่านั้นนอกจากจะใช้ต้นทุนที่สูงแล้วยังอาจไร้ผลอีกด้วย
- 6.4 ประเทศลูกหนี้ควรนำเครื่องเตือนภัยล่วงหน้าบางตัวออกใช้เพื่อประเมินฐานะทางเศรษฐกิจมหภาคอย่างครบถ้วน ความสามารถในการชำระหนี้ และเสถียรภาพทางการเงิน
- 6.5 เมื่อระบบข้อมูลและเครื่องเตือนภัยล่วงหน้าส่งสัญญาณว่าปัญหาบางอย่างอาจเกิดขึ้นได้ รัฐควรวางแผนและดำเนินมาตรการป้องกันตรงสาเหตุหรือภาคเศรษฐกิจที่กำลังใช้ทรัพยากรอย่างผิดพลาดหรือก่ออันตราย ที่เสนอแนะช่องทางนี้เพราะไม่มีมาตรการเศรษฐกิจใดที่แก้ไขได้ทุกปัญหา และไม่มีมาตรการครอบจักรวาลเดียวๆ (เช่น ควบคุมเงินทุนจากต่างประเทศ) อันใดที่สามารถหลีกเลี่ยงได้ทุกปัญหาในทุกสถานการณ์
- 6.6 อีกช่องทางหนึ่งที่จะช่วยสร้างภูมิคุ้มกันต่อความผันผวนของเงินทุนได้แก่ ความร่วมมือภายในภูมิภาค ตัวอย่างเช่น การหมุนเวียนเงินทุนภายในภูมิภาค การจัดตั้งกองกลางของทุนสำรองเงินตราต่างประเทศ ระบบการชำระเงิน และดัชนีค่าเงิน

ความร่วมมือเหล่านี้ นอกจากจะช่วยได้อย่างแท้จริงแล้วยังจะมีผลทางจิตวิทยาช่วยต่อต้านการเก็งกำไรอีกด้วย จึงสามารถช่วยสร้างเสถียรภาพให้แก่อัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่มีผลต่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ

โดยสรุป ข้อเสนอแนะข้างต้นมีจุดประสงค์ที่จะสืบเสาะและแก้ไขปัญหาเมื่อเริ่มส่อเค้า โดยพยายามรักษาหรือปรับปรุง ความเชื่อมั่น ของนักลงทุนต่างชาติทุกวิถีทาง มาตรการครอบจักรวาลเดียวๆ (เช่น มาตรการควบคุมเงินทุนหรือปริวรรต) อาจไม่ใช่วิธีที่เหมาะสมที่จะป้องกันภาวะวิกฤติเพราะมีเวลา ผิดเป้าหมาย มีช่องโหว่หรือช่องทางหลบเลี่ยง และการใช้กลยุทธ์ทางการเงินตามที่หลายประเทศได้ประสบมาแล้ว

บรรณานุกรม

- Ammar Siamwalla, Y. Vajragupta, and P. Vichyanond. 1999. *Foreign Capital Flows to Thailand: Determinants and Impact*. Bangkok: Thailand Development Research Institute.
- Esquivel, G., and F. Larrain. 1998. *Explaining Currency Crises*. Cambridge, Mass.: Harvard Institute for International Development.
- Goldfajn, I., and R.O. Valdes. 1997. *Are Currency Crises Predictable?* IMF Working Paper No.159. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Kaminsky, G., S. Lizendo, and C.M. Reinhart. 1998. "Leading Indicators of Currency Crises." *IMF Staff Paper* 45(1), March: 1-48.
- Pakorn Vichyanond. 2000. *Financial Reforms in Thailand*. Bangkok: Thailand Development Research Institute.
- Poret, P. 1998. *Liberalizing Capital Flows: Lessons from Asia*. Paris: OECD.
- Reisen, H. 1998. *Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons for Crisis Avoidance*. OECD Technical Paper No.136. Paris: OECD.
- Thailand Development Research Institute (TDRI). 1999. *Measures for Stabilization of Currencies in East Asia and Establishment of a Regional Monetary System*. Bangkok: TDRI.