

สาเหตุที่ทำให้เกิดวิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยนและการเงินของเอเชีย

สุรัชย์ ธรรมทวีธิกุล*

วชิระ บุญยเนตร**

สาเหตุที่ทำให้เอเชียเกิดวิกฤตการณ์นั้น เป็นปัญหาทางโครงสร้าง (Krugman, 1998 และ Corsetti, Pesenti and Roubini, 1998) หรือความอลหม่านทางการเงิน (Sachs and Radelet, 1998)? ข้อสังเกตคือ ทัศนะทั้งสองอาจไม่ขัดแย้งกันเสมอไป ในเอเชียเราไม่พบตัวชี้วิกฤตการณ์ ซึ่งเป็น "ผู้ต้องสงสัยทุกครั้ง" อันได้แก่ การเติบโตต่ำ การขาดดุลงบประมาณในระดับสูง เงินเฟ้อสูง อัตราการออมต่ำ และอัตราการลงทุนต่ำ

สมมติฐานที่ว่าวิกฤตการณ์ในเอเชียเป็นปัญหาทางโครงสร้าง :

1. การเพิ่มขึ้นค่าเงินในรูปแท่งจริงอย่างมาก และความไม่สอดคล้องของอัตราแลกเปลี่ยน
2. การขาดดุลการค้าสูงและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ
3. วงจรชั่วร้ายของ "การแข่งขันกันลดค่าเงิน"
4. สาเหตุหลักของการลุกลามมิใช่จากความอลหม่านที่ไม่มีเหตุผล แต่มาจากปัจจัยทางโครงสร้าง
5. การลงทุนเกินตัวในโครงการที่เสี่ยงหรือให้ผลกำไรต่ำ
6. การกีดกันและการให้รูปแบบเกินตัวในภาคการเงิน เนื่องจากการขาดวินัยของภาครัฐบาล
7. การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจากหนี้ต่างประเทศระยะสั้นที่ไม่ได้ทำประกันความเสี่ยง
8. การให้กู้ยืมมากเกินไปจากผู้ลงทุนต่างประเทศตั้งแต่ปี 1990 และมีการเรียกคืนอย่างรวดเร็วใน

ปี 1997

รายละเอียดของสมมติฐานที่ว่าวิกฤตการณ์ในเอเชียเป็นปัญหาทางโครงสร้าง :

1. การเพิ่มขึ้นค่าเงินในรูปแท่งจริงและความไม่สอดคล้องของอัตราแลกเปลี่ยนจะ

เกี่ยวข้องกับ

- 1) การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนไว้กับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ โดยเฉพาะอย่างยิ่งตั้งแต่ปี 1995

เป็นต้นมา

- 2) การไหลเข้ามาของเงินทุนซึ่งทำให้เกิดการเพิ่มค่าสกุลเงินท้องถิ่นในรูปตัวเงิน
- 3) การเปลี่ยนแปลงราคาของสินค้าอสังหาริมทรัพย์สัมพัทธ์ (สินค้าซึ่งไม่สามารถนำออกไปได้)
- 4) แม้จะมีการตรึงราคาสินค้ากับค่าจ้างไว้ให้สัมพันธ์กันก็ยังมีกำเริบเงินเฟ้อ

* บทความของ Giancarlo Corsetti แห่งมหาวิทยาลัย Yale, Paolo Pesenti แห่งมหาวิทยาลัย Princeton และ NBER และ Nouriel Roubini แห่งคณะบริหารธุรกิจ Stern มหาวิทยาลัย New York, CEPR และ NBER มีนาคม 1998

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

*** อาจารย์ประจำคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

2. การขาดดุลการค้าสูงและมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอธิบายได้โดย

- 1) ค่าเงินแข็งเกินไป และสูญเสียความสามารถในการแข่งขันในการส่งออก
- 2) เกิดการขยายตัวของการลงทุนขนาดใหญ่ และเกิดช่องว่างของการออมกับการลงทุน
- 3) ญี่ปุ่นชะลอการเติบโตและลดการส่งออก ตั้งแต่ปี 1990
- 4) ค่าเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ สูงขึ้น ตั้งแต่ปี 1995
- 5) จีนลดค่าเงินในปี 1994
- 6) เกิดการชะงักงันในการส่งออกของประเทศในเอเชีย เช่น ในกลุ่มสินค้าสารกึ่งตัวนำ และเหล็ก

3. วงจรชั่วร้ายของ “การแข่งขันกันลดค่าเงิน” ก่อให้เกิดการลุกลาม

1) กระแสการลดค่าเงินในช่วงก่อนกลางปี 1997 ก่อให้เกิดอัตราแลกเปลี่ยนในรูปแท้จริงถูกต้องขึ้น และทำให้ความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนของทุกประเทศในภูมิภาคนี้ลดลง เนื่องจากยังคงมีอัตราแลกเปลี่ยนในรูปตัวเงินเท่ากับก่อนลดค่าเงิน หลังจากนั้นค่าเงินของแต่ละประเทศซึ่งแข่งขันอยู่ในตลาดเดียวกันถูกโจมตีและมีการลดค่าเงินอย่างรวดเร็ว

4. สาเหตุหลักของการลุกลามมิใช่จากความอลหม่านที่ไม่มีเหตุผล แต่มาจากปัจจัยทางโครงสร้าง

- 1) การมุ่งเน้นการส่งออกของทุกฝ่าย และการแข่งขันลดค่าเงิน
- 2) การตื่นตระหนกทั้งในและต่างประเทศพร้อมกัน ทำให้เศรษฐกิจทุกประเทศที่เกี่ยวข้องรับผลกระทบพร้อมกัน

3) สถานการณ์ทางการเงิน การลงทุน และปัจจัยที่แท้จริงอื่นที่ถ่ายทอดภาวะชะงักงันจากประเทศหรือไปยังประเทศอื่นโดยผ่านการขึ้นลงของมูลค่าทรัพย์สิน (เช่น ตลาดหุ้น อัตราแลกเปลี่ยน)

5. การลงทุนเกินตัวในโครงการที่เสี่ยงหรือให้ผลกำไรต่ำ การลงทุนเกินตัวมีสาเหตุมาจาก

- 1) นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ทำให้ต้นทุนการกู้ยืมต่ำ
- 2) มีแรงกดดันทางการเมืองให้เพิ่มการสะสมทุนเพื่อเพิ่มอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ
- 3) การขาดวินัยของสถาบันการเงินภายในประเทศนำไปสู่การกู้ยืมเงินแก่บริษัทภายในประเทศเกินตัว

4) อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำของญี่ปุ่นนำไปสู่การไหลของเงินเข้ามาในประเทศเอเชียซึ่งมีดอกเบี้ยสูงกว่า

อาการของการลงทุนเกินตัวและ/หรือการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง

- 1) มีอัตราการลงทุนสูงในภาคอสังหาริมทรัพย์
- 2) มีการลงทุนเกินตัวในภาคอุตสาหกรรม เช่น ในประเทศเกาหลี
- 3) มีการซื้อเก็งกำไรอสังหาริมทรัพย์ เช่น ที่ดินและอาคาร และมีหุ้นสูง ทำให้เกิดฟองสบู่ของ

สินทรัพย์

ข้อยืนยันเกี่ยวกับการลงทุนมากเกินไปและ/หรือมีความเสี่ยงสูง

- 1) มีการลดลงของประสิทธิภาพการลงทุน เมื่อวัดโดยอัตราทุนผลิตภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้น (ICOR)
- 2) มีอัตราเงินกู้ที่ไม่ก่อให้เกิดผลกำไรสูงก่อนวิกฤตการณ์ (กรณีที่สูงกว่า 15%) ได้แก่ ไทย อินโดนีเซีย เกาหลี มาเลเซีย)
- 3) ในช่วงกลางปี 1978 กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่สุด 8 แห่ง จาก 30 อันดับแรกของเกาหลีอยู่ในสภาพล้มละลาย
- 4) ในปี 1996 กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ จำนวน 20 แห่ง จาก 30 อันดับแรก มีอัตราผลตอบแทนต่อการลงทุน (ROIC) ต่ำกว่าราคาทุน
- 5) ภาคเอกชนมีอัตราการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกเกี่ยวกับทุนตนเองสูงมาก (เช่น เกาหลีสูงกว่า 300%)
- 6) พฤติกรรมของราคาหุ้นและมูลค่าทรัพย์สินแสดงให้เห็นการลงทุนเกินตัว

ในปี 1997 การแตกตัวของฟองสบู่ และราคาหุ้นเริ่มตกต่ำลง ภาคเอกชนขาดทุน แสดงถึงอัตรากำไรต่ำของโครงการลงทุนที่ผ่านมา ภาคธุรกิจ ธนาคาร และนักลงทุนซึ่งใช้เงินจากแหล่งเงินกู้ภายนอกโดยมีลักษณะดังนี้

- 1) เงินกู้ระยะสั้น
- 2) เงินกู้จากต่างประเทศ
- 3) เงินกู้โดยไม่ประกันความเสี่ยง

หนี้สินต่างประเทศไม่สามารถจ่ายคืนได้ง่าย วิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งทำให้เกิดปัญหาได้แก่ การลดค่าเงินอย่างรุนแรง ทำให้ภาระหนี้ที่แท้จริง ซึ่งอยู่ในสกุลเงินต่างประเทศ ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินต่อภาคธนาคารและธุรกิจ

6. การกู้ยืมและการให้กู้แบบเกินตัวในภาคการเงิน เนื่องจากการขาดวินัยของภาครัฐบาล ระบบการเงินและการธนาคารที่อ่อนแอ

- 1) ธนาคารภายในประเทศคิดว่าการดำเนินธุรกิจของตนมีความปลอดภัย ทั้ง ๆ ที่สถานการณ์เกิดในทางตรงกันข้าม ภาครัฐบาลบอกสาธารณชนว่าจะตรึงค่าอัตราแลกเปลี่ยนต่อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ให้คงที่
- 2) สินทรัพย์เสี่ยงถูกจำกัดไว้ในสถาบันการเงิน ทำให้เกิดปัญหาทางด้านบริหารประเทศที่ลดลง
- 3) การขาดความระมัดระวังในการควบคุมและดูแลสถาบันการเงิน
- 4) เงินทุนสำรองต่อสินทรัพย์เสี่ยงของธนาคารน้อยเกินไป

5) ความไม่โปร่งใสของสถาบันการเงินของรัฐบาลและเอกชน และการขาดกฎหมายและขั้นตอนของการล้มละลาย

6) การเปิดเสรีตลาดทุนทั้งในและต่างประเทศก่อให้เกิดแรงจูงใจที่ผิด (ตามข้อ 1-5)

7) นโยบายการเงินและอุตสาหกรรมถูกผนวกเข้ากับโครงข่ายของบุคคลบางกลุ่มและนักการเมือง (Crony Capitalism)

8) ความเป็นไปได้ของการช่วยเหลือจาก IMF เพิ่มปัญหาการขาดวินัยในระดับนานาชาติ

เงื่อนไขทั้งหมดนี้ก่อให้เกิดการกู้และยืมเงินเกินตัว ซึ่งก่อให้เกิดการลงทุนเกินตัวหรือการลงทุนที่เสี่ยงภัย

แรงจูงใจของการขาดวินัยทางการเงินของสถาบันการเงินและสถาบันอื่น ๆ ก่อให้เกิด

1) เจ้าของธนาคารนำเงินมาลงทุนในอัตราที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับ การให้กู้โครงการที่มีความเสี่ยงสูง ถึงแม้ว่าจะมีปัญหาล้มละลายก็ตาม

2) ธนาคารถูกควบคุมโดยตรงหรือทางอ้อมโดยรัฐบาล ซึ่งธนาคารเหล่านั้นให้เงินกู้แก่บริษัทเอกชนหรือภาคการผลิตหรือโครงการลงทุนของนักการเมือง

3) ผู้ฝากเงินมีความมั่นใจต่อความปลอดภัยของเงินฝาก จึงทำให้ขาดการติดตามการให้กู้ยืมเงินของธนาคาร

4) ธนาคารได้รับการประกันโดยพฤตินัยว่ารัฐบาลจะประกันความปลอดภัย ถึงแม้ว่าเงื่อนไขทางการเงินจะเลวร้ายก็ตาม โดยวิธีการกู้เงินตราต่างประเทศ

5) ธนาคารระหว่างประเทศให้กู้เงินในราคาที่สูงต่อธนาคารในเอเชีย เพราะเชื่อว่ารัฐบาลหรือ IMF จะประกันความปลอดภัยให้

ความอ่อนแอของภาคธนาคารและการเงินเกิดขึ้นตั้งแต่ปี 1990 เป็นต้นมา ตามลำดับเหตุการณ์ดังต่อไปนี้

1) การเปิดเสรีการเงินภายในประเทศ

2) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

3) การไหลเข้าของเงินทุนจากภาวะอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำของแหล่งเงินกู้ภายนอกประเทศ

4) การขาดการตรวจสอบและการควบคุมระบบการเงินอย่างระมัดระวัง

หลักเกณฑ์ที่แสดงให้เห็นว่ามีการกู้ยืมเงินเกินตัว

1) ข้อมูลการเติบโตของการให้กู้ยืมในภาคธุรกิจ

2) ข้อมูลของเงินกู้ที่ไม่ก่อให้เกิดกำไร

3) ข้อมูลอื่นเกี่ยวกับความไม่เที่ยงธรรมของการให้กู้ยืม และการให้กู้ยืมเงินเกินตัว

7. การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจากหนี้ต่างประเทศระยะสั้นที่ไม่ได้ทำประกันความเสี่ยง

การขยายตัวของภาระหนี้ต่างประเทศเอเชียเกิดขึ้นหลังปี 1990 มีการกู้ยืมหนี้ต่างประเทศระยะสั้นเข้ามาเพื่อซื้อทรัพย์สิน ซึ่งก่อให้เกิดผลตอบแทนในระยะยาว ทำให้เกิดความไม่สอดคล้องของการชำระหนี้

ความไม่สัมพันธ์กันระหว่างสกุลเงินต่างประเทศที่เป็นหนี้กับสกุลเงินในประเทศที่เป็นทรัพย์สิน

การขาดการประกันความเสี่ยงของการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของธนาคารและเอกชน การลงทุนต่างประเทศไม่ได้ช่วยให้การขาดดุลบัญชีสะพัด และยังคงหนี้ต่างประเทศ

ธนาคารให้กู้โดยไม่คำนึงถึงทุนและพันธบัตรของตนเอง

ตลาดหลักทรัพย์สินในเอเชียยังไม่พัฒนา จึงทำให้ธนาคารเป็นตัวกลางของการไหลผ่านเงินจากต่างประเทศ

อัตราของกองทุนรักษาระดับเงินตราต่อหนี้ระยะสั้นต่างประเทศต่ำ

อัตราของกองทุนรักษาระดับต่อทรัพย์สินที่มีสภาพคล่องสูง

โอกาสของการถูกโจมตีค่าเงินได้สำเร็จมีสูง

8. การให้กู้มากเกินไปจากผู้ลงทุนต่างประเทศตั้งแต่ปี 1990 และมีการเรียกคืนอย่างรวดเร็วในปี 1997

การขาดการติดตามจากสถาบันการเงินต่างประเทศต่อดุลยภาพ การบริหารเงินกู้ของสถาบันการเงินของเอเชียและภาคเอกชนเกิดจาก

- 1) การเติบโตทางเศรษฐกิจระดับสูงที่ทำให้มองในแง่ดี ละเลยความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ
- 2) บริษัทจัดลำดับเครดิตไม่สามารถจะเตือนถึงความล้มเหลวในปัจจุบันพื้นฐานและจัดระดับเครดิตสูงเกินควร

3) เงินกู้ต่อสถาบันการเงินในประเทศดูเหมือนว่าจะได้รับการค้ำประกันเป็นนัยจากรัฐบาล

4) ประสิทธิภาพของเม็กซิโก ในปี 1994 และ 1995 ที่ให้เห็นว่าจะไม่ยอมให้มีการล้ม (โดยเฉพาะประเทศอินโดนีเซีย ไทย และเกาหลี) และมาตรการของ IMF จะไม่สำเร็จถ้าไม่ยอมปฏิบัติตาม

การไหลกลับของเงินทุนในปี 1997 ไม่ใช่มาจากวิกฤตการณ์ทางการเงินอย่างเดียวและไม่ก่อให้เกิดดุลยภาพของโลก

- 1) ปัจจัยพื้นฐานเศรษฐกิจเลวร้ายลงไปในประเทศที่เกิดวิกฤตการณ์
- 2) ขนาดและการขยายของเงินกู้จากต่างประเทศและเงินกู้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ แสดงว่าการประกันจากรัฐบาลเชื่อถือไม่ได้

3) ปัญหาทางการเงินของภาคเอกชนและสถาบันการเงินเกิดขึ้นซ้ำแล้วซ้ำอีก และเลวร้ายลงกว่าเมื่อเริ่มประกาศ ซึ่งก่อให้เกิดความไม่แน่นอนถึงระดับของปัญหาทางการเงินที่บริษัทและธนาคารรับภาระอยู่

- 4) ความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้เกิดความไม่แน่นอนของนโยบายของวิกฤตการณ์
- 5) ไม่มุ่งมั่นที่จะปฏิรูปเศรษฐกิจมหภาคและทำการปรับปรุงโครงสร้าง
- 6) ใต้หวัน สิงคโปร์ ฮองกง และจีน ได้รับผลกระทบน้อยกว่า เพราะมีพื้นฐานทางมหภาคที่ดีกว่า
 - ก. เกินดุลบัญชีเดินสะพัด
 - ข. หนี้ต่างประเทศระยะสั้น
 - ค. ไม่มีระบบทุนนิยมแบบอุปถัมภ์ (Crony Capitalism) ในใต้หวัน และฮองกง
 - ง. ระบบธนาคารและการเงินดีกว่า (ยกเว้นจีน)
 - จ. มีอัตราแลกเปลี่ยนที่ยืดหยุ่นในใต้หวัน และสิงคโปร์

สรุป

1. ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การไหลเข้าของเงินทุน และการขาดวินัยทางการเงิน ทำให้ค่าเงินแข็ง การลงทุนผิดประเภท การขึ้นราคาของอสังหาริมทรัพย์ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และการมีหนี้ต่างประเทศระยะสั้นสูง
2. ความอ่อนแอของสถาบันการเงินนับตั้งแต่ปี 1990 ในเอเชีย เกิดจากการเปิดเสรีทางการเงิน การเปิดเสรีบัญชีทุนต่างประเทศ การไหลเข้าของเงินจากต่างประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำโดยขาดการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ
3. เนื่องจากการขาดการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์ที่ดีในภูมิภาค ทำให้ธนาคารกู้ยืมเงินจากต่างประเทศในระยะสั้น และไม่ได้ประกันความเสี่ยงเพราะคิดว่าจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่
4. เมื่อเกิดวิกฤตการณ์พื้นฐานของกลยุทธ์ที่ไม่มั่นคง ทำให้เกิดการล้มละลายวิกฤตการณ์ทางการเงิน วิกฤตการณ์ทางอัตราแลกเปลี่ยน ภาคเอกชนไม่สามารถคืนเงินกู้สกุลต่างประเทศเป็นจำนวนมากได้
5. วิกฤตการณ์อัตราแลกเปลี่ยนก่อให้เกิดปัญหาเมื่อมีการลดค่าเงิน ทำให้หนี้เงินสกุลต่างประเทศสูงขึ้น ทั้งภาคเอกชนและสถาบันการเงินต่างพยายามที่จะแย่งซื้อเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า เพื่อชำระหนี้ ทำให้เกิดวิกฤตการณ์เลวร้ายยิ่งขึ้น
6. รัฐบาลอ่อนแอ และไม่มีเครดิต ไม่มุ่งมั่นต่อการปฏิรูป ทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุนและยังทำให้ค่าเงินลดลง
7. การไหลออกของเงินทุนก่อให้เกิดความปั่นป่วน ทำให้ค่าเงิน มูลค่าทุนและราคาอสังหาริมทรัพย์ในภูมิภาคนี้ปั่นป่วน