

วิกฤติการณ์การเงิน 2540

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์

วิกฤติการณ์การเงินปรากฏโฉมอย่างแจ่มชัดในสังคมเศรษฐกิจไทย ในปี 2540 นับเป็นวิกฤติการณ์ที่เลวร้ายที่สุดในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจไทยหลังสงครามโลกครั้งที่สอง ธนาคารแห่งประเทศไทยมีส่วนสร้างวิกฤติการณ์ดังกล่าวนี้อย่างมีอาจปฏิเสธได้ แต่ความผิดก็ตกแก่ฝ่ายการเมืองด้วย เพราะไม่เพียงแต่กลไกการตัดสินใจผิดพลาดเท่านั้น หากทว่าผู้มีอำนาจการตัดสินใจยังอุดมด้วยอวิชา ไร้ความสามารถ และมีประพฤติกรรมที่ไม่เกื้อกูลต่อการแก้ปัญหาอีกด้วย

อะไรเป็นเหตุปัจจัยของวิกฤติการณ์การเงินครั้งนี้

รายงานเรื่องนี้แยกแยะให้เห็นปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์การเงินดังต่อไปนี้

- (1) การแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่
- (2) การเร่งรัดสู่แนวทางเสรีนิยมทางการเงิน
- (3) การรื้อระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว
- (4) การตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูง
- (5) ความหย่อนยานในการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน
- (6) โครงสร้างและการบริหารธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์
- (7) ภาวะเศรษฐกิจถดถอย
- (8) ความพิการของกลไกทางการเมืองและกลไกการตัดสินใจ

1. การแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่

เศรษฐกิจฟองสบู่ที่เกิดในตลาดที่ดินหลังปี 2528 และในตลาดหลักทรัพย์หลังปี 2530 สร้างปัญหาความมั่นคงแก่ระบบสถาบันการเงิน เพราะเศรษฐกิจฟองสบู่ผลักดันให้ราคาหลักทรัพย์และที่ดินสูงเกินกว่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เป็นจริง เมื่อนำหลักทรัพย์และที่ดินที่ถูกปั่นราคาจนสูงกว่าที่ควรนี้ไปค้ำประกันเงินที่กู้จากสถาบันการเงิน สถาบันการเงินที่มีได้ตระหนักถึงพลังการสร้างราคาของเศรษฐกิจฟองสบู่ อาจจัดสรรเงินให้กู้เกินกว่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เป็นจริงของหลักทรัพย์หรือที่ดินที่ใช้ค้ำประกันนั้น เมื่อเศรษฐกิจฟองสบู่แตกสลาย

หลักทรัพย์หรือที่ดินมีราคาตกต่ำลง สิ่งที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้มีมูลค่าไม่เพียงพอที่จะชดเชยเงินกู้ที่เบิกจ่ายไป ผลที่ตามมาก็คือ สถาบันการเงินต้องเผชิญกับปัญหาหนี้สูญและหนี้เสีย

การแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่มิได้มีผลกระทบต่อมูลค่าของสินทรัพย์เท่านั้น หากยังมีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้อีกด้วย เพราะการแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่นำมาซึ่งภาวะเศรษฐกิจถดถอย อำนาจซื้อของประชาชนโดยทั่วไปตกต่ำลง รายได้และกำไรของผู้ประกอบธุรกิจและอุตสาหกรรมพลอยตกต่ำลงด้วย เนื่องจากสินค้าและบริการที่ผลิตได้ขายไม่ได้หรือขายไม่ออก

2. การเร่งรัดสู่แนวทางเสรีนิยมทางการเงิน

นโยบายเสรีนิยมทางการเงิน (Financial Liberalization) โดยธรรมชาติมีส่วนสร้างปัญหาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ เพราะนโยบายดังกล่าวนี้ต้องการให้เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าออกระหว่างประเทศโดยเสรี (International Capital Mobility) เมื่อเงินทุนไหลเข้าประเทศย่อมมีผลกระทบต่อปริมาณเงินที่หมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจโดยตรง และสร้างแรงกดดันของเงินเฟ้อได้ เมื่อเงินทุนไหลออกนอกประเทศ นอกจากจะมีผลกระทบต่อสภาพคล่องภายในประเทศแล้ว ยังกระทบต่อฐานะของทุนสำรองระหว่างประเทศอีกด้วย การเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วและอย่างสับสนวุ่นวายจึงส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจได้อย่างสำคัญ

การเร่งรัดเดินแนวทางเสรีนิยมทางการเงิน โดยมีได้พัฒนากระบวนการกำหนดนโยบายและกระบวนการตัดสินใจ รวมตลอดจนพัฒนาเครื่องมือของนโยบายการเงิน เพื่อเพิ่มพูนศักยภาพในการจัดการปัญหาอันเกิดจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนเข้าออกระหว่างประเทศอย่างรวดเร็ว นับเป็นข้อบกพร่องสำคัญอันนำมาซึ่งวิกฤติการณ์การเงินในเวลาต่อไป

เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มดำเนินนโยบายการเงินเสรีในปี 2533 นั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เลือกจังหวะเวลาที่เหมาะสม เพราะเป็นช่วงเวลาที่สังคมเศรษฐกิจไทยมีเสถียรภาพและเติบโตในอัตราสูง แต่สภาพการณ์ทางเศรษฐกิจที่ดูดีไปหมดนี้ก่อให้เกิดมายาภาพว่า เส้นทางเสรีนิยมทางการเงินสามารถเร่งรัดต่อไปได้ พร้อมๆกับการปฏิรูปกลไกการตรวจสอบและกำกับสถาบันการเงิน รวมตลอดจนการปฏิรูปกลไกทางการเงินอื่นๆ โดยมีได้ตระหนักแต่น้อยว่า เส้นทางเสรีนิยมทางการเงิน นอกจากต้องเผชิญอุปสรรคและปัญหาในยามที่ระบบเศรษฐกิจเผชิญภาวะถดถอยและปัญหาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจแล้ว เส้นทางที่เลือกกลับกลายเป็นตัวปัญหาเสียเอง

ธนาคารแห่งประเทศไทยเร่งรุดดำเนินนโยบาย BIBF (Bangkok International Banking Facilities) ในปี 2536 โดยมีได้สนใจลำดับหรือขั้นตอนในการปฏิรูประบบการเงิน (Sequencing) ด้วยความเชื่อที่ว่า ทุกอย่างสามารถกระทำพร้อมกันไปได้ แต่แล้วกาลเวลาก็พิสูจน์ให้เห็นว่าการเร่งรุดเดินแนวทางเสรีนิยม ก่อนที่จะมีการปฏิรูปกระบวนการกำหนดนโยบายกระบวนการตัดสินใจ และกระบวนการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน รวมตลอดจนการพัฒนาเครื่องมือทางการเงิน และตลาดบิรวรรตเงินตราต่างประเทศ เป็นแนวทางที่ผิดพลาด เพราะเมื่อเกิดวิกฤติการณ์ทางการเงินขึ้นแล้ว กลไกการตัดสินใจและกลไกการบริหารที่อ่อนเปลี้ย ประกอบกับการขาดเครื่องมือของนโยบาย ไม่เพียงแต่จะไม่ช่วยแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นเท่านั้น หากยังซ้ำเติมให้วิกฤติการณ์เลวร้ายลงอีกด้วย

ในการเร่งรุดเดินแนวทางเสรีนิยมทางการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้พิจารณาศักยภาพของสถาบันการเงินภายในประเทศในการท่องเที่ยวไปในแนวทางนี้ ไม่มีการศึกษาประพฤติกกรรมของผู้บริหารสถาบันการเงินว่ามีความสุมเสี่ยงมากน้อยเพียงใด ข้อมูลจากการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินมิอาจให้สารสนเทศเกี่ยวกับเรื่องนี้ และด้วยเหตุที่ข้อมูลเหล่านี้ถือเป็นข้อมูลลับ การที่บุคคลภายนอกจะศึกษาเรื่องนี้จึงยากยิ่ง หากผู้บริหารสถาบันการเงินมีความซื่อสัตย์สุจริต แต่อ่อนด้อยความรู้และประสบการณ์ในการจัดการกับลักษณะ 'ซีฟวงลงเท้า' ของเงินทุน ก็น่าที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะชะลอฝีเท้าในการเดินแนวทางเสรี มิฉะนั้นก็ควรที่จะมีโครงการฝึกอบรมเพื่อให้ผู้บริหารสถาบันการเงินสามารถจัดการกับสิ่งแวดล้อมใหม่และปัญหาใหม่อย่างมีประสิทธิภาพ สิ่งแวดล้อมใหม่และปัญหาใหม่ที่มากับระบบเสรีนิยมทางการเงินทำให้องค์ความรู้และประสบการณ์ของผู้บริหารสถาบันการเงินที่มีอยู่เดิมกลายเป็นสิ่งล้าสมัย เพราะระบบเสรีนิยมทางการเงินทำให้ผู้บริหารสถาบันการเงินต้องมีองค์ความรู้และประสบการณ์ชุดใหม่ในการจัดการกับสิ่งแวดล้อมใหม่และปัญหาใหม่ นอกจากนี้ การขยายตัวของระบบสถาบันการเงินทำให้ต้องบรรจุตำแหน่งผู้บริหารเพิ่มขึ้น ผู้บริหารสถาบันการเงินรุ่นใหม่ไม่เคยมีประสบการณ์ในการจัดการวิกฤติการณ์การเงิน ความเพเลียงพลาในการบริหารย่อมเกิดขึ้นโดยง่าย

3. การอ้างระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว

ในขณะที่เร่งรุดสู่แนวทางเสรีนิยมทางการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยกลับยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว (Fixed Exchange Rate System) อย่างเหนียวแน่น ความพยายามในการอ้างอัตราแลกเปลี่ยนอย่างตายตัวในระดับเดิม ก็เพื่อสร้างสภาวะความแน่นอน (Certainty) ในการประกอบธุรกรรมระหว่างประเทศ และกีดอัตราเงินเพื่อให้อยู่ในระดับต่ำ トラบเท่าที่อัตราแลกเปลี่ยนที่ต้องอ้างมิได้เบี่ยงเบนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real

Exchange Rate) ปัญหาในการดำเนินนโยบายย่อมมีไม่มาก แต่เมื่อเงินบาทมีค่าสูงกว่าพื้นฐานที่เป็นจริง การเก็งกำไรจากการลดค่าเงินบาทย่อมเกิดขึ้น

ในการยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก เพื่อเป็น 'กระสุน' ในการทำสงครามเงินบาท มิฉะนั้น ย่อมยากที่จะดำรงอัตราแลกเปลี่ยนในระดับเดิมไว้ได้ แต่การสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศจะเป็นไปได้ก็แต่โดยการตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูง เพื่อสร้างสิ่งจูงใจในการดึงดูดเงินทุนนำเข้าจากต่างประเทศ ยิ่งอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินระหว่างประเทศมากเพียงใด สิ่งจูงใจย่อมมีมากเพียงนั้น

ด้วยเหตุดังนี้ การเกาะติดกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว จึงสร้างปัญหาพื้นฐานในการบริหารนโยบายเศรษฐกิจ นั่นก็คือ มีเครื่องมือไม่พอเพียงแก่การแก้ปัญหา จำนวนเครื่องมือมีน้อยกว่าจำนวนเป้าหมาย ในขณะที่ระบบเสรีนิยมทางการเงินนำมาซึ่งปัญหาใหม่ อันเป็นเหตุให้จำเป็นต้องมีเครื่องมือใหม่สำหรับการแก้ปัญหา แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้สร้างเครื่องมือใหม่และพัฒนากลไกการแก้ปัญหา มิหนำซ้ำการยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวยังทำให้ต้องสูญเสียเครื่องมืออีก 2 ชิ้น คือ อัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย โดยที่มิอาจใช้ในการแก้ปัญหาและบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจ เนื่องจากต้องดำรงอัตราแลกเปลี่ยนไว้ตายตัวและตรึงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูง

การสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก แม้จะเป็นเงื่อนไขอันจำเป็น (necessary condition) แต่มิใช่เงื่อนไขอันเพียงพอ (sufficient condition) แก่การดำรงอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวในระดับเดิม หากทุนสำรองระหว่างประเทศปราศจากโครงสร้างที่มั่นคง ถึงจะมีปริมาณมากมายเพียงใด ก็ยากแก่การทำ 'สงครามเงินบาท' ที่ยืดเยื้อยาวนานได้ หากการสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศเป็นผลจาก 'ฝีมือ' ของระบบเศรษฐกิจ กล่าวคือ 'ได้มาจากการส่งออกสินค้าและบริการ ทุนสำรองระหว่างประเทศย่อมมีโครงสร้างอันมั่นคง แต่เป็นเพราะระบบเศรษฐกิจไทยมีปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก โครงสร้างของทุนสำรองระหว่างประเทศจึงขาดความมั่นคงโดยพื้นฐาน เพราะทุนสำรองระหว่างประเทศที่สะสมเพิ่มขึ้น ทั้งๆที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนั้น เป็นผลจากการเกินดุลในบัญชีเงินทุน (capital account) หากส่วนเกินดุลบัญชีเงินทุนเป็นผลจากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) ทุนสำรองระหว่างประเทศย่อมมีความมั่นคงระดับหนึ่ง เพราะเงินลงทุนลักษณะนี้ ย่อม 'จม' อยู่ในระบบเศรษฐกิจชั่วระยะเวลาหนึ่ง โดยอาจมีอายุยาวนานพอๆกับระยะตั้งไข่ (Gestation Period) ของโครงการ แต่ถ้าส่วนเกินดุลของบัญชีเงินทุนเกิดจากการลงทุนซื้อขาย

หลักทรัพย์ (Portfolio Investment) และการก่อกั้นต่างประเทศ โครงสร้างทุนสำรองระหว่างประเทศย่อมขาดความมั่นคง เพราะเงินทุนนำเข้าประเภทนี้มีลักษณะ 'ชีพจรลงเท้า' สูงยิ่ง

ด้วยเหตุที่ระบบเศรษฐกิจไทยมีปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่ร้ายแรง และส่วนเกินดุลของบัญชีทุนประกอบด้วยเงินกู้และการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ทุนสำรองที่สะสมเพิ่มขึ้นจึงมิได้มีโครงสร้างที่มั่นคง เพราะสามารถลดลงอย่างฮวบฮาบเมื่อชาวต่างประเทศหมดความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจไทย ผู้บริหารธนาคารแห่งประเทศไทยมีมายาคติเกี่ยวกับ 'ปริมาณ' ของทุนสำรองระหว่างประเทศ หากมีไ้เป็นเพราะมายาคติ ก็เป็นเพราะอวิชาและการหลอกตัวเองว่า ทุนสำรองระหว่างประเทศมีฐานะมั่นคง นโยบายอัตราดอกเบี้ยมีส่วนสร้างมายาคติหรืออำพรางความเป็นจริงในเรื่องนี้ เพราะเงินทุนนำเข้าที่หลังไหลเข้ามาก่อให้เกิดมายาคติว่า สังคมไทยมีฐานะเศรษฐกิจดี ทั้งๆที่การหลังไหลของเงินทุนนำเข้าเป็นผลจากนโยบายอัตราดอกเบี้ย

ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้ทุนสำรองระหว่างประเทศในการทำสงครามปกป้องค่าเงินบาท โดยเข้าใจอย่างผิดๆว่า ทุนสำรองที่มีอยู่นั้นเป็น 'กระสุนจริง' หากได้ตระหนักถึงลักษณะ 'เทียม' ของทุนสำรองไม่ มีจลาทิจู้ทำให้ผู้บริหารธนาคารแห่งประเทศไทยมุ่งเล่นงานนักเก็งกำไร หนังสือพิมพ์บางฉบับรายงานว่า ยอร์จ โซรอส (George Soros) เป็นเป้าหมายใหญ่ แต่อัตราแลกเปลี่ยนในฐานะเครื่องมือของนโยบายควรใช้ไปในทางที่ก่อให้เกิดสวัสดิการสูงสุดแก่สังคม และทุนสำรองระหว่างประเทศก็มีไ้ 'กระสุน' ที่ควรนำไปใช้เล่นงานบุคคลกลุ่มหนึ่งกลุ่มใดโดยเฉพาะ หนทางที่ดีที่สุดในการป้องกันการเก็งกำไรตั้งแต่ต้น ก็คือ การปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้ตรงต่อสภาพที่เป็นจริง ธนาคารแห่งประเทศไทยไปไกลถึงกับแยกตลาดเงินบาทภายนอกประเทศ (off-shore market) ออกจากตลาดเงินบาทภายในประเทศ (on-shore market) เพื่อป้องกันมิให้นักเก็งกำไรมีเงินบาทสำหรับการเก็งกำไร แต่มาตรการดังกล่าวนี้ก็มีผลในการสกัดมิให้เงินทุนไหลเข้า เพราะชาวต่างประเทศไม่แน่ใจว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยจะควบคุมการปริวรรตเงินตราต่างประเทศมากไปกว่านี้หรือไม่ และเมื่อไม่มีเงินบาทให้แลกเปลี่ยน เงินตราต่างประเทศย่อมไม่ไหลเข้า

ภาวะเศรษฐกิจถดถอยมีส่วนข้เติมให้สถานการณ์ทางเศรษฐกิจเลวร้ายลง วิฤติการณ์สถาบันการเงินกลายเป็นผีซ้ำด้าพลอย เงินกู้ต่างประเทศเมื่อถึงกำหนดชำระคืนมิได้รับการต่ออายุ เพราะเจ้าหนี้เริ่มไม่เชื่อความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้ ประกอบกับความชบเซาของตลาดหลักทรัพย์ ทำให้เงินทุนเริ่มไหลออก ซึ่งกระทบต่อฐานะของทุนสำรองระหว่างประเทศ ท้ายที่สุด เมื่อคนไทยขาดความเชื่อมั่นในค่าเงินบาท และกลายเป็นผู้เก็งกำไรว่า

จะมีการลดค่าเงินบาทเสียเอง ธนาคารแห่งประเทศไทยก็สิ้นหนทางในการปกป้อง ยิ่งพอคำสั่งออกเมื่อขายสินค้าได้ พวกกันชะลอการนำเข้าเงินตราต่างประเทศ เพื่อรอคอยให้เงินบาทลดค่าฐานของทุนสำรองยิ่งเสื่อมทรุด จนเป็นเหตุให้ทางการต้องตัดสินใจให้เงินบาทลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวไปด้วยกันไม่ได้กับแนวทางเสรีนิยมทางการเงิน ผลการศึกษาวิจัยของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ธนาคารโลก และสถาบันต่างๆ ต่างให้ข้อสรุปต้องตรงกันว่า ประเทศที่เร่งรัดเดินแนวทางเสรีนิยมทางการเงิน หากอัตรารักษาแลกเปลี่ยนไว้ตายตัวในระดับเดิม มักจะลงเอยด้วยการเผชิญวิกฤติการณ์ทางการเงิน โดยที่ในที่สุดก็มิอาจยึดโยงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวได้ตลอดรอดฝั่ง ในขณะที่ประเทศที่ปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความยืดหยุ่นในการเคลื่อนไหว ไม่ว่าจะโดยการขยายขอบอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate band) หรือปล่อยให้อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว สามารถที่จะฝ่าฟันวิกฤติการณ์ทางการเงินไปได้

ธนาคารแห่งประเทศไทยเลือกเส้นทางเสรีนิยมทางการเงินชนิดหัวมังกุ ทำยมังกร ในขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยปล่อยให้เงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าออกระหว่างประเทศโดยเสรี แต่กลับยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว และเพราะการยึดโยงกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว จึงต้องตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูง และท้ายที่สุดก็ต้องควบคุมการขายเงินบาทในตลาดนอกประเทศ มาตรการทางนโยบายต่างๆ เหล่านี้ล้วนขัดกับปรัชญาพื้นฐานของระบบเสรีนิยมทางการเงินทั้งสิ้น

การแข็งขันไม่ยอมปรับกลไกอัตราแลกเปลี่ยน อย่างน้อยด้วยการขยายขอบอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อให้มีความยืดหยุ่นในการเคลื่อนไหวมากขึ้นก็ดี และการแข็งขันไม่ยอมปรับอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งๆที่เงินบาทมีค่าสูงกว่าความเป็นจริงก็ดี เมื่อทุนสำรองระหว่างประเทศ ซึ่งมีฐานะความมั่นคงเสมือนจริง (Virtual Security) ร่อยหรอลง เนื่องจากเงินทุนไหลออก และประชาชนชาวไทยเป็นฝ่ายหมดความเชื่อถือในค่าเงินบาทเสียเอง การปล่อยให้ค่าเงินบาทลอยตัวในท้ายที่สุดเป็นไปอย่างจนตรอก ไม่ต้องสงสัยเลยว่า ความจนตรอกแบบเม็กซิกัน ซึ่งเคลื่อนย้ายมาสู่อุซาคเนย์ จะไม่นำมาซึ่งความโกลาหล

4. การตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูง

การตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงเป็นมาตรการทางนโยบายที่จำเป็นต่อการยึดโยงระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว เพราะธนาคารแห่งประเทศไทยต้องสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศเพื่อใช้ในการปกป้องค่าเงินบาท เมื่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศสูงกว่าอัตรา

ดอกเบี้ยในตลาดการเงินระหว่างประเทศมาก เงินทุนนำเข้าย่อมหลังไหลเข้าสู่ประเทศไทย เพื่อหาผลประโยชน์จากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย

เงินกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำที่นำเข้ามาจากต่างประเทศนี้ หากใช้ไปในโครงการที่ก่อให้เกิดผลผลิต ดังเช่นการลงทุนในภาคการผลิต (real sector) และการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ (infrastructure) ย่อมช่วยเพิ่มพูนศักยภาพในการผลิตของระบบเศรษฐกิจ อันก็ถือฤกษ์ต่อการเติบโตในอนาคต แต่เป็นเพราะช่องทางในการลงทุนในสังคมเศรษฐกิจไทยมีอยู่อย่างจำกัด ส่วนสำคัญเป็นเพราะข้อจำกัดทางด้านเทคโนโลยี ข้อจำกัดทางด้านกำลังคนที่มีทักษะและความรู้ และข้อจำกัดทางด้านโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ เงินทุนนำเข้าจำนวนมากมิได้ใช้ไปในการเสริมสร้างศักยภาพการผลิต หากแต่ใช้ไปในการเก็งกำไรซื้อขายหลักทรัพย์และอสังหาริมทรัพย์ การบริโภค และทำที่สุดในธุรกิจที่ดิน แม้ว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะพยายามกำกับกระแสเงินทุนนำเข้า แต่ไม่มีมาตรการการกำกับการจัดสรรเงินทุนนำเข้าให้ใช้ไปในทางที่เป็นประโยชน์สูงสุดแก่ระบบเศรษฐกิจ

ด้วยเหตุที่เงินทุนนำเข้าอัตราดอกเบี้ยต่ำจำนวนมากหลังไหลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจไทย แต่ช่องทางการลงทุนมีจำกัด เงินทุนนำเข้าเหล่านี้จึงถูกจัดสรรไปให้แก่โครงการที่ให้อัตราผลตอบแทนต่ำ และโครงการที่มีความเสี่ยงสูงกว่าปกติ ความเข้มงวดในการจัดสรรสินเชื่อหย่อนยาน ภัยพิบัติจึงมาเยือนสถาบันการเงินในเวลาต่อมา เมื่อธุรกิจที่ดินอึดตัว บ้านจัดสรร อาคารชุด และอาคารสำนักงานล้นตลาด (oversupply) และเมื่อเกิดภาวะเศรษฐกิจไทยถดถอย โครงการเงินกู้ต่างๆได้ผลตอบแทนไม่พอเพียงแก่การชำระหนี้ สถาบันการเงินต้องเผชิญกับปัญหาหนี้สูญและหนี้เสียจำนวนมาก ภาวะการณ์ดังกล่าวนี้ถูกซ้ำเติมด้วยการแตกสลายของภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ หลักทรัพย์และที่ดินที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้มีราคาตกต่ำลง จนมีมูลค่าไม่พอเพียงที่จะชดเชยเงินที่กู้ไป

ในขณะที่ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจมีส่วนซ้ำเติมวิกฤติการณ์สถาบันการเงิน วิกฤติการณ์สถาบันการเงินก็มีส่วนฉุดให้ระบบเศรษฐกิจตกต่ำด้วย สถาบันการเงินต้องเข้มงวดในการจัดสรรสินเชื่อมากกว่าเดิม ประกอบความเชื่อมั่นของต่างประเทศที่มีต่อระบบเศรษฐกิจไทยหมดสิ้นไป เงินกู้ต่างประเทศมิได้รับการต่ออายุ ตลาดการเงินภายในประเทศต้องเผชิญกับปัญหาการขาดสภาพคล่อง สายธารของสินเชื่อจากภาคเศรษฐกิจการเงินไปสู่ภาคธุรกิจเอกชนถูกตัดขาด ธุรกิจใหญ่น้อยต้องล้มละลาย นโยบายการตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงจึงซ้ำเติมภาวะเศรษฐกิจถดถอย

เงินกู้ต่างประเทศนั้นต้องชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยในรูปเงินตราต่างประเทศ และรายได้ในรูปเงินตราต่างประเทศนั้นย่อมต้องมาจากการส่งออกสินค้าและบริการในท้ายที่สุด การก่อหนี้ต่างประเทศ ไม่ว่าจะโดยภาครัฐบาลหรือภาคเอกชน ย่อมก่อให้เกิดต้นทุนแก่สังคม การตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงเพื่อดึงดูดเงินทุนนำเข้า แต่ไม่มีมาตรการในการกำกับกำกับการจัดสรรเงินทุนนำเข้าไปในทางที่เป็นประโยชน์สูงสุดแก่ระบบเศรษฐกิจ ย่อมเป็นการใช้ทรัพยากรที่ไม่มีประสิทธิภาพ

5. ความหย่อนยานในการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน

ธนาคารแห่งประเทศไทยยึดปรัชญา ‘สถาบันการเงินล้มมิได้’ ในการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินเป็นเวลายาวนาน ปรัชญาดังกล่าวนี้ แทนที่จะส่งเสริมความมั่นคงของระบบสถาบันการเงิน กลับทำลายความมั่นคงดังกล่าวนี้ ด้วยเหตุที่มีความเชื่อซึ่งได้รับการพิสูจน์ซ้ำแล้วซ้ำเล่าว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยจะไม่ปล่อยให้สถาบันการเงินล้ม ผู้บริหารสถาบันการเงินจำนวนไม่น้อยมีประพฤติกรรมแบบสุ่มเสี่ยง อาทิด้วยการเสนออัตราดอกเบี้ยเงินฝากระดับสูงกว่าปกติเพื่อดึงดูดเงินฝาก เมื่อจ่ายดอกเบี้ยเงินฝากในอัตราสูง ก็ต้องคิดดอกเบี้ยเงินให้กู้ในอัตราสูงด้วย จึงจะคุ้มทุน สินเชื่ออัตราดอกเบี้ยสูงย่อมดึงดูดโครงการลงทุนที่มีอัตราความเสี่ยงสูงด้วย เพราะนักลงทุนและนักธุรกิจที่พยายามหลีกเลี่ยงภาวะการเสี่ยงย่อมไม่กล้ากู้เงินที่เสียดอกเบี้ยแพงด้วยความเชื่อเดียวกันว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยจะไม่ปล่อยให้สถาบันการเงินล้ม ผู้ถือหุ้นจึงไม่เข้มงวดในการตรวจสอบผู้บริหารสถาบันการเงินว่า มีการบริหารที่ผิดพลาดและมีการฉ้อราษฎร์บังหลวงหรือไม่ ในทำนองเดียวกัน ประชาชนเจ้าของเงินออมก็จะพิจารณาเฉพาะแต่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ได้รับ โดยไม่สนใจว่า สถาบันการเงินที่ตนฝากไว้มีประพฤติกรรมแบบสุ่มเสี่ยงหรือไม่ สารสนเทศที่มาพร้อมกับปรัชญา ‘สถาบันการเงินล้มมิได้’ จึงสร้างปัญหาความไม่มั่นคงแก่ระบบสถาบันการเงินในขั้นรากฐาน

เมื่อมีข่าวลือเกี่ยวกับความไม่มั่นคงของสถาบันการเงินแห่งหนึ่งแห่งใด ธนาคารแห่งประเทศไทยมักจะระงับข่าวลือด้วยการยืนยันความมั่นคงของสถาบันการเงินนั้นๆ แลกเปลี่ยนการดังกล่าวนี้ในหลายต่อหลายกรณีตรงกันข้ามกับความเป็นจริง ซึ่งเท่ากับเป็นการให้ท้ายผู้บริหารสถาบันการเงินที่บริหารผิดพลาดหรือฉ้อราษฎร์บังหลวง เมื่อประชาชนสะสมข้อมูลเกี่ยวกับความเป็นจริงของแถลงการณ์เหล่านี้ ความเชื่อที่มีต่อธนาคารแห่งประเทศไทยจะค่อย ๆ หดไป

เมื่อสังคมเศรษฐกิจไทยก้าวเข้าสู่เส้นทางเสรีนิยมทางการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้สนใจปรับเปลี่ยนปรัชญาและกลไก รวมตลอดจนเพิ่มพูนประสิทธิภาพการกำกับ

และตรวจสอบสถาบันการเงินเป็นพิเศษ เพราะธนาคารแห่งประเทศไทยไม่เชื่อว่า การปรับเปลี่ยน และการปรับปรุงดังกล่าวนี้เป็นเงื่อนไขอันจำเป็น (necessary condition) ก่อนที่จะดำเนินนโยบายการเงินเสรี ธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงยึดกุมปรัชญา ‘สถาบันเงินล้มมิได้’ อย่างเหนียวแน่น ระเบียบและกฎเกณฑ์ต่างๆที่ใช้ในการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินมิได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างสำคัญ การเปลี่ยนแปลงระเบียบและกฎเกณฑ์ดังกล่าวนี้มีมากขึ้นเมื่อวิกฤติการณ์สถาบันการเงินปรากฏอาการ ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงเมื่อสายไปแล้ว เหตุที่เป็นเช่นนี้เพราะว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยมีความเชื่อว่า การปรับปรุงกลไกของนโยบายการเงินสามารถดำเนินการควบคู่ไปกับการปรับตัวสู่เส้นทางเสรีนิยมทางการเงินได้ โดยไม่ต้องคำนึงถึงลำดับก่อนหลัง (sequencing) ความเชื่อของธนาคารแห่งประเทศไทยดังกล่าวนี้ไม่สอดคล้องกับภูมิปัญญาของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ กองทุนการเงินระหว่างประเทศสรุปทริแยจจากการศึกษาวิกฤติการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นในประเทศต่างๆที่เดินเส้นทางเสรีนิยมทางการเงินว่า การปรับเปลี่ยนปรัชญาและกลไกการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินเป็นเงื่อนไขอันจำเป็นก่อนที่จะก้าวสู่เส้นทางนี้ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ลำดับขั้นในการดำเนินนโยบายเป็นเรื่องสำคัญ วิกฤติการณ์สถาบันการเงินที่เกิดขึ้นในประเทศไทยในปี 2540 พิสูจน์ให้เห็นอีกครั้งหนึ่งว่า ข้อสรุปของกองทุนการเงินระหว่างประเทศถูกต้อง

การกำหนดให้บริษัทเงินทุนดำรงเงินกองทุนตามมาตรฐานสากลตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทยเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม 2537 นับเป็นการวางข้อกำหนดสำคัญที่มีผลต่อความมั่นคงของธุรกิจเงินทุน แต่ข้อกำหนดดังกล่าวนี้เป็นผลจากการผลักดันของสังคมทุนนิยมโลก เพราะเป็นการปฏิบัติตามมาตรฐานของ BIS (= Bank of International Settlements)

ธนาคารแห่งประเทศไทยมิได้เข้มงวดในการกำกับและการตรวจสอบการปล่อยกู้ของบริษัทเงินทุนเพื่อให้ลูกหนี้นำเงินกู้มาชำระหนี้เดิม ไม่ว่าจะเงินต้นหรือดอกเบี้ย หรือที่เรียกกันว่า Rollovers ประพฤติกรรมในการยืดอายุสินเชื่อวิธีนี้มีเจตจำนงที่จะหลีกเลี่ยงระเบียบข้อบังคับว่าด้วยหนี้เสีย เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดว่า หนี้ต้องสงสัย ได้แก่ หนี้ที่ลูกหนี้ไม่สามารถชำระดอกเบี้ยติดต่อกันเป็นเวลา 6 เดือน บริษัทเงินทุนสามารถอำพรางปัญหาหนี้เสียได้ ด้วยการปล่อยกู้แก่ลูกหนี้ในเดือนที่ 5 หรือ 6 เพื่อให้ลูกหนี้นำเงินกู้ใหม่มาชำระดอกเบี้ยเงินกู้เดิม การขาดความเข้มงวดในการกำกับและตรวจสอบประพฤติกกรรมในการอำพรางปัญหาหนี้เสียดังกล่าวนี้ ผสมผสานกับค่านิยมที่ผ่อนปรนมากเกินไป โดยที่หนี้ต้องสงสัยน่าจะจำกัดเวลาเพียง 3 เดือน นับเป็นเหตุปัจจัยสำคัญที่ทำให้ปัญหาวิกฤติการณ์สถาบันการเงินทวีและเพิ่มความร้ายแรงในเวลาต่อมา

เมื่อเงินทุนนำเข้าทะลักเข้าสู่ประเทศไทย อันเป็นผลจากนโยบายการตรึงอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศในระดับสูง ธนาคารแห่งประเทศไทยสนใจเฉพาะแต่การกำกับปริมาณเงินทุนนำเข้า แต่ไม่ได้สนใจกำกับการจัดสรรเงินทุนนำเข้าเพื่อให้เป็นประโยชน์สูงสุดแก่ระบบเศรษฐกิจ ในทางปฏิบัติ ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดให้ธุรกิจเงินทุนขนาดใหญ่ต้องจัดทำแผนการให้กู้ยืมแก่ภาคเศรษฐกิจต่างๆ แต่ไม่ได้มีความเข้มงวดในการกำกับให้มีการปฏิบัติตามแผนดังกล่าว ธนาคารแห่งประเทศไทยลังเลใจที่จะกำกับสินเชื่อของธุรกิจเงินทุนอย่างเข้มงวดผลที่ตามมาก็คือ การจัดสรรสินเชื่อด้านธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีมาก จนถึงขั้นที่หมู่บ้านจัดสรรคอนโดมิเนียม และอาคารสำนักงานมีจำนวนล้นเกิน (oversupply) เมื่อสิ่งก่อสร้างเหล่านี้ขายไม่ออก ทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไม่มีความสามารถในการชำระหนี้

การกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินเป็นงานที่มีลักษณะ ‘แมวไล่จับหนู’ หรือ ‘ไปลิศจับขโมย’ อย่างเก่งที่สุดก็เสมอตัว เพราะสถาบันการเงินอยู่ในฐานะที่จะอำพรางฐานะความมั่งคั่งของตนเองได้ ไม่เป็นที่แน่ชัดว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยได้เพิ่มพูนกำลังคนในการกำกับและตรวจสอบให้เท่าทันการขยายตัวของสถาบันการเงินหรือไม่ และได้ปรับปรุงประสิทธิภาพในการนี้เพียงใด แต่ความหยาบคายในการกำกับและตรวจสอบช่วยซ้ำเติมให้วิกฤติการณ์สถาบันการเงินเลวร้ายลง ลำพังแต่ความล่าช้าด้านเวลา (time lag) ของข้อมูล สถาบันการเงินก็นำมาซึ่งความล่าช้าในการค้นพบปัญหาความมั่งคั่งของสถาบันการเงินแล้ว เมื่อค้นพบปัญหา แล้วไม่ตัดสินใจในการแก้ปัญหาโดยฉับพลันและเฉียบขาด วิกฤติการณ์สถาบันการเงินย่อมสั่งสมทวีจนกลายเป็นปัญหาร้ายแรงชนิดสุดเยียว

ความลังเลใจในการใช้อำนาจในการแก้ปัญหาสถาบันการเงินที่มีฐานะมั่งคั่ง โดยฉับพลันและเฉียบขาดนี้ เรียกกันในวงวิชาเศรษฐศาสตร์ว่า Regulatory Forbearance ความลังเลจนกลายเป็นความหยาบคายนี้ปรากฏอย่างชัดเจนในกรณีธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ ซึ่งปรากฏในเวลาต่อมาว่ามีการฉ้อราษฎร์บังหลวงจำนวนมาก แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยกลับใช้ ‘ไม้นวม’ มาโดยตลอด ถึงผู้บริหารธนาคารดังกล่าวจะทำผิดซ้ำแล้วซ้ำเล่า ก็มิได้มีการลงโทษอย่างจริงจังและทันการณ์ ข้อที่น่าเศร้าก็คือ ความหยาบคายนี้เกิดจากความสัมพันธ์ส่วนบุคคลระหว่างผู้บริหารธนาคารแห่งประเทศไทยกับผู้บริหารธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ ทั้งข้อเท็จจริงยังปรากฏด้วยว่า ผู้บริหารธนาคารแห่งประเทศไทยบางคนกู้เงินจากธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การ และเพิ่มวงเงินเบิกเกินบัญชีในขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำลังพิจารณาโทษของธนาคารดังกล่าว

ความหยาบคายในการ 'เล่นงาน' และ 'จัดการ' บริษัทเงินทุนปรากฏเช่นเดียวกับ ธนาคารกรุงเทพพาณิชย์การด้วย ธนาคารแห่งประเทศไทยใช้เงินกองทุนฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงินในการค้าหุ้นบริษัทเงินทุนที่มีฐานะอ่อนแอหรือมีปัญหาสภาพคล่อง โดยที่ในขณะเดียวกันก็ช่วยปกปิดปัญหาให้ด้วย ฝ่ายวิเคราะห์ของบริษัทธุรกิจเงินทุนระหว่างประเทศ รวมตลอดจนสถาบันจัดอันดับความเชื่อถือทางการเงิน (Credit Rating Agency) กล่าวถึงปัญหาหนี้สูญและหนี้เสียของระบบสถาบันการเงินในประเทศไทยมาแต่ปี 2539 แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงยืนยันความมั่นคงของระบบสถาบันการเงินตลอดเวลาดังกล่าวนี้ แม้ในเดือนกุมภาพันธ์ 2540 เมื่อ Moody's Investors Service ออกข่าวว่าอาจต้องลดอันดับความน่าเชื่อถือทางการเงินของไทย บรรดาผู้บริหารระดับสูงของธนาคารแห่งประเทศไทยต่างดาหน้าออกมาถล่ม Moody's ว่าใช้ข้อมูลล้าสมัยในการประเมินเศรษฐกิจไทย เพียงช่วงเวลาไม่ถึงเดือนต่อมา ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ออกมาตรการ '3 มีนาคม 2540' พร้อมทั้งรายชื่อบริษัทเงินทุนที่มีฐานะอ่อนแอ รวม 10 บริษัท ในจำนวนนี้ รวมบริษัทเอกชนกิจ จำกัด บริษัทเงินทุนที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ซึ่งเคยได้รับการสนับสนุนจากอดีตผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทยให้ 'แปลง' เป็นธนาคารพาณิชย์ด้วยวิธีลัด

ไม่เป็นที่แน่ชัดว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยตัดสินใจออกมาตรการ '3 มีนาคม 2540' เอง หรือได้รับแรงกดดันจากรัฐบาล หนังสือพิมพ์บางฉบับรายงานว่า มาตรการดังกล่าวนี้ผลักดันโดยคณะที่ปรึกษาของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง (นายอานวย วีรวรรณ) ซึ่งมีความเป็นไปได้สูง หากธนาคารแห่งประเทศไทยต้องการตีจากปรัชญา 'สถาบันการเงินล้มมิได้' และหันไปยึดปรัชญา 'สถาบันการเงินล้มได้' ก็ควรที่จะมีการเตรียมการและประกาศให้สาธารณชนทราบล่วงหน้า แต่การประกาศรายชื่อสถาบันการเงินที่มีฐานะอ่อนแอตามมาตรการ '3 มีนาคม 2540' เป็นการดำเนินนโยบายที่ผิดพลาด และมีส่วนซ้ำเติมวิกฤติการณ์สถาบันการเงินอย่างสำคัญ สถาบันการเงินที่มีฐานะอ่อนแอเหล่านี้หลายต่อหลายสถาบันยังเป็นที่เชื่อถือของประชาชนผู้ฝากเงิน ถึงจะอ่อนแอ ก็ยังคงสามารถประกอบการต่อไป และดำเนินการแก้ไขให้มีความมั่นคงในภายหลังได้ การประกาศรายชื่อบริษัทเงินทุน โดยพิจารณาเฉพาะปัญหาหนี้สูญและหนี้เสีย และมีได้พิจารณาปัจจัยความเชื่อถือของประชาชน มีส่วนทำลายความเชื่อมั่นของประชาชนจนหมดสิ้น ซึ่งซ้ำเติมวิกฤติการณ์สถาบันการเงินให้เลวร้ายลง เพราะประชาชนพากันถอนเงินออกมาจากบริษัทเงินทุน พร้อมกับข่าวลือว่าจะมีรายชื่อบริษัทเงินทุนที่มีฐานะอ่อนแอตามมาอีกในภายหลัง ถึงธนาคารแห่งประเทศไทยจะออกแถลงการณ์เพื่อระงับข่าวลือ ก็หาประโยชน์อันใดมิได้

การประกาศปิดกิจการบริษัทเงินทุนจำนวน 16 บริษัท เป็นการชั่วคราว พร้อมทั้งมาตรการ '27 มิถุนายน 2540' มีส่วนทำลายความน่าเชื่อถือของธนาคารแห่งประเทศไทย เพราะปรากฏว่ามีรายชื่อบริษัทเงินทุนเพิ่มเติมจากประกาศเมื่อเดือนมีนาคม 2540 อีก 9 บริษัท โดยที่มีบริษัทเงินทุน 3 บริษัท ที่พ้นจากการมีฐานะอ่อนแอ มาตรการ '27 มิถุนายน 2540' ช่วยซ้ำเติมวิกฤติการณ์สถาบันการเงินคู่เดียวกับมาตรการ '3 มีนาคม 2540' เพราะบริษัทเงินทุนบางบริษัทที่ถูกตีตรายังได้รับความเชื่อถือจากประชาชน การตีตราได้ทำลายความเชื่อดังกล่าวจนหมดสิ้น เงินออมของประชาชนในบริษัทเงินทุนถูกโอนไปสู่ธนาคารพาณิชย์ ครั้นเมื่อมีข่าวลือเกี่ยวกับความอ่อนแอของธนาคารพาณิชย์บางธนาคาร เงินออมก็ถูกโยกย้ายไปสู่สถาบันการเงินต่างประเทศ รวมทั้งสาขาในประเทศไทย ภาคเศรษฐกิจการเงินในเดือนกรกฎาคม 2540 จึงเต็มไปด้วยความโกลาหล

แต่ความโกลาหลยังมีมากขึ้นไปอีกในเดือนต่อมา เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยสั่งปิดกิจการบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์เป็นการชั่วคราวอีก 42 บริษัทเมื่อวันที่ 5 สิงหาคม 2540 รวมบริษัทที่มีฐานะอ่อนแอทั้งสิ้น 58 บริษัท คงเหลืออีกเพียง 33 บริษัท ซึ่งต้องอาศัยเงินกองทุนฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงินประคองฐานะในเวลาต่อมา

6. โครงสร้างและการบริหารธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์

เมื่อระบบเศรษฐกิจไทยจำเริญเติบโตในอัตราสูงนับตั้งแต่ปี 2530 เป็นต้นมา ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ขยายตัวตามระบบเศรษฐกิจและตามภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ จำนวนบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์เพิ่มจาก 88 บริษัทในปี 2531 เป็น 91 บริษัทในช่วงต้นปี 2540 โดยที่มีการขยายสาขาทั้งในกรุงเทพฯ และส่วนภูมิภาค และมีการขยายองค์กรในรูปสำนักงานอำนวยการสินเชื่อและสำนักงานบริการด้านหลักทรัพย์ ตามสถิติในปี 2538 บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์มีสาขาที่มีสำนักงานใหญ่ 66 สาขา มีสำนักงานอำนวยการสินเชื่อ 155 และสำนักงานบริการด้านหลักทรัพย์ 138 แห่ง

ผู้บริหารธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์จำนวนไม่น้อยไม่มีประสบการณ์ในการบริหารสถาบันการเงินมาก่อน ในประการสำคัญไม่เคยมีประสบการณ์เกี่ยวกับวิกฤติการณ์สถาบันการเงิน ดังนั้น จึงขาด 'ล้างสังหรณ์' เกี่ยวกับวิกฤติการณ์สถาบันการเงิน และขาดประสบการณ์ในการจัดการปัญหาวิกฤติการณ์ที่กำลังเกิดขึ้น การขยายตัวของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ทำให้มีความต้องการว่าจ้างพนักงานจำนวนมาก ในช่วงที่เศรษฐกิจฟองสบู่เฟื่องฟูธุรกิจดังกล่าวนี้ใช้เงินเดือนและโบนัสเป็นเครื่องล่อ บางบริษัทจ่ายโบนัสเทียบเท่าเงินเดือนมากกว่า 12 เดือน ผลที่ตามมาก็คือ บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ต้องเผชิญปัญหาที่วงวิชาการ

เศรษฐศาสตร์เรียกว่า Adverse Selection กล่าวคือ แทนที่จะได้พนักงานที่มีลักษณะจารีตนิยม ซื่อสัตย์สุจริต และหลีกเลี่ยงการเสี่ยง อันเหมาะแก่กิจการของธุรกิจประเภทนี้ กลับได้พนักงาน จำนวนไม่น้อยที่มีลักษณะเป็น ‘นักผจญภัย’ ซึ่งมีพฤติกรรมรักความเสี่ยง (risk lovers)

บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ที่มีโครงสร้างพนักงานและผู้บริหารเป็น ‘นักผจญภัย’ เป็นด้านหลัก สามารถเติบโตและลอยละล่องไปกับภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ได้ แต่ในภาวะ เศรษฐกิจถดถอยและเศรษฐกิจฟองสบู่แตกสลาย ย่อมมีอาจป้องกันตนเองให้รอดพ้นจาก วิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นได้

การแข่งขันในการระดมเงินออมและการจัดสรรสินเชื่อ เพื่ออ้างและแย่งชิง ส่วนแบ่งตลาด (market share) นับเป็นสาเหตุสำคัญอีกประการหนึ่งที่นำมาซึ่งวิกฤติการณ์ สถาบันการเงิน หนทางลัดในการแย่งชิงเงินออมกระทำโดยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เมื่อ บริษัทเงินทุนต้องจ่ายดอกเบี้ยเงินฝากในอัตราสูง ก็ต้องคิดอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้สูงตามไปด้วย โครงการเงินกู้ที่สามารถจ่ายดอกเบี้ยในอัตราสูงได้ ก็ต้องเป็นโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ด้วยเหตุ ดังนี้ บริษัทเงินทุนที่มุ่งรักษาและเพิ่มพูนส่วนแบ่งตลาดของตนล้วนมีความเสี่ยงในการสูญหนี้

การอำนวยความสะดวกเป็นสาเหตุอีกประการหนึ่งอันนำมาซึ่งวิกฤติการณ์สถาบัน การเงิน ข้อเท็จจริงปรากฏว่า บริษัทเงินทุนที่มีปัญหาหนี้เสียและหนี้สูญจำนวนมาก มักจะเป็น บริษัทที่ขาดความเคร่งครัดในการวิเคราะห์ความเสี่ยง (Risk Analysis) ของโครงการเงินกู้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ขอกู้ และแนวโน้มของธุรกิจที่ ผู้ขอกู้ประกอบการ นอกจากนี้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงสภาพการณ์ทางเศรษฐกิจในทางเลวร้าย ก็มีได้มีความเคร่งครัดในการทบทวนสินเชื่อ (credit review) รวมตลอดจนมิได้ปรับลดมูลค่าของ หลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้ จนท้ายที่สุดหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันมีมูลค่าตามราคาตลาดไม่คุ้ม กับเงินกู้ที่ปล่อยไป

ความไม่เข้มงวดในการวิเคราะห์ความเสี่ยงของโครงการเงินกู้มีมากเป็นพิเศษใน ช่วงที่เงินทุนนำเข้าอัตราดอกเบี้ยต่ำทะลักเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจไทย การแจกจ่ายสินเชื่อเป็นไปโดย มีมายาภาพว่า เงินทุนนำเข้าอัตราดอกเบี้ยต่ำจะทะลักเข้ามาโดยไม่ขาดสาย หากได้ตระหนักว่า เมื่อชุมชนการเงินระหว่างประเทศหมดความเชื่อมั่นในระบบเศรษฐกิจไทย และหมดความเชื่อมั่น ในความสามารถในการชำระหนี้ของสถาบันการเงินไทย สายธารของเงินทุนนำเข้าย่อมถูกตัดขาด ในช่วงที่เงินทุนยังทะลักเข้าจากต่างประเทศ บริษัทเงินทุนจัดสรรสินเชื่อแก่โครงการที่มีอัตรา ผลตอบแทนต่ำลงไปเรื่อยๆ ตามกระบวนการปันส่วนสินเชื่อ (Credit Rationing) แต่เพราะความ จำกัดของช่องโอกาสในการลงทุนในประเทศไทย สินเชื่อจำนวนมากกระจุกอยู่กับธุรกิจ

อสังหาริมทรัพย์ และการซื้อสินค้าบริโภคคงทน (Consumer Durables) เมื่อกระแสเงินทุนนำเข้ามาขาดตอลง ธุรกิจเงินทุนก็ต้องเผชิญปัญหาการขาดสภาพคล่องและความเป็นจริงของนโยบายการตรึงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงของธนาคารแห่งประเทศไทย

ความไม่มั่นคงของธุรกิจเงินทุนยังเกิดจากธรรมชาติของธุรกิจเองด้วย เนื่องเพราะธุรกิจเงินทุนสามารถให้บริการทางการเงินโดยจำกัด การระดมเงินฝากระยะสั้นเพื่อนำไปปล่อยกู้แก่โครงการระยะปานกลางและระยะยาว ย่อมก่อให้เกิดปัญหาสภาพคล่องได้โดยง่ายในประการสำคัญ เมื่อลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ ไม่ว่าจะเงินต้นและ/หรือดอกเบี้ย บริษัทเงินทุนจำนวนมากปกปิดปัญหาหนี้สูญและหนี้เสียของตนเองด้วยการปล่อยกู้แก่ลูกหนี้เพื่อนำเงินมาชำระหนี้ เพื่อมิให้เข้าข่ายค่านิยามหนี้ต้องสงสัยหรือหนี้เสียหรือที่เรียกกันว่า Rollovers การอำพรางการสูญหนี้ด้วยวิธีการเช่นนี้มีข้อสมมติว่า เมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว ลูกหนี้จะสามารถฟื้นคืนความสามารถในการชำระหนี้ได้ แต่ระบบเศรษฐกิจไทยเผชิญกับภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจนับตั้งแต่ปี 2539 เป็นต้นมา การให้กู้แก่ลูกหนี้เพื่อนำเงินมาชำระหนี้ จึงมีผลในการทำให้ปัญหาหนี้สูญและหนี้เสียทบทวี และทำให้วิกฤติการณ์สถาบันการเงินรุนแรงมากขึ้น

7. ภาวะเศรษฐกิจถดถอย

ภาวะเศรษฐกิจถดถอย ซึ่งก่อเกิดตั้งแต่ปี 2539 เป็นต้นมา มีผลในการซ้ำเติมวิกฤติการณ์การเงิน

ประการแรก ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจบั่นทอนความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้ เนื่องจากรายได้และกำไรจากการประกอบการตกต่ำลง ภาวะเศรษฐกิจถดถอยจึงซ้ำเติมปัญหาการสูญหนี้ของธุรกิจเงินทุน

ประการที่สอง ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจมีผลกระทบต่อมูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้ เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ตกต่ำลง หลักทรัพย์ที่เคยมีมูลค่าคุ้มกับเงินกู้ที่บริษัทเงินทุนจัดสรร เริ่มไม่คุ้ม หากภาวะเศรษฐกิจถดถอยรุนแรง เงินกู้ที่ปล่อยไปอาจแตกต่างจากหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันมาก

ประการที่สาม ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจทำให้ชุมชนการเงินระหว่างประเทศขาดความเชื่อมั่นเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ของระบบเศรษฐกิจไทย จนถึงขั้นต้องทบทวนการปล่อยสินเชื่อแก่สถาบันการเงินในประเทศไทย เมื่อผสมผสานกับการแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่และปัญหาการสูญหนี้ของสถาบันการเงินในประเทศไทย สถาบันการเงินระหว่างประเทศจึงชะลอการให้เงินกู้แก่สถาบันการเงินในประเทศไทย ซึ่งซ้ำเติมปัญหาสภาพคล่องของสถาบันการเงินเหล่านั้น

8. ความพิการของกลไกทางการเมืองและกลไกการตัดสินใจ

ปัญหาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจบางปัญหา ดังเช่นภาวะเงินเฟ้อและการว่างงาน เป็น ‘วาระทางการเมือง’ (Political Agenda) เพราะมีประชาชนผู้เดือดร้อนจากปัญหาเหล่านี้ เป็น ‘ใจทก’ ในการผลักดันให้แก้ปัญหา แต่บางปัญหา ดังเช่นการขาดดุลการค้า การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และการขาดดุลการชำระเงินระหว่างประเทศ มิได้เป็น “วาระทางการเมือง” เพราะไม่มีผู้ใดรู้สึกถึงความเดือดร้อนจากปัญหาเหล่านี้ ดังนั้น จึงไม่มี ‘ใจทก’ ที่จะผลักดันการแก้ปัญหา หากผู้ปกครองประเทศไม่มีวิสัยทัศน์ที่จะมองเห็นผลเสียอันร้ายแรงที่เกิดจากปัญหาเหล่านี้ ปัญหาก็จะถูกทอดทิ้ง มิได้รับการแก้ไขและทับถมกลายเป็นปัญหาร้ายแรงในเวลาต่อมา การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดนับเป็นอุทาหรณ์อันดีของข้อความนี้

ระบบการเมืองที่เป็นอยู่ในปัจจุบันไม่เอื้ออำนวยให้ได้มาซึ่งผู้นำที่มีคุณภาพ ภายใต้ระบบ ‘ประชาธิปไตยอุปถัมภ์’ ผู้นำทางการเมืองมุ่งแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจจากกระบวนการกำหนดนโยบาย โดยไม่คำนึงถึงผลกระทบที่มีต่อสังคมโดยส่วนรวม ในขณะที่ระบบเศรษฐกิจไทยมีปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เรื้อรังและรุนแรง ผู้นำทางการเมืองของไทยต่างแข่งกันใช้ ‘ของนอก’ นับตั้งแต่เครื่องแต่งกาย อาหารการกิน และวิถีการดำเนินชีวิต โดยมีได้ตระหนักถึงผลเสียที่มีต่อดุลบัญชีเดินสะพัด และมีอาจเป็นแบบอย่างแก่ทวยราษฎร์

ในขณะที่สังคมเศรษฐกิจไทยเลือกเดินบนเส้นทางเสรีนิยมทางการเงิน แต่ผู้นำทางการเมืองของไทยยังคงขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการเงินระหว่างประเทศ ในประการสำคัญ มิได้เข้าใจว่า ความน่าเชื่อถือ (Credibility) มีความสำคัญอย่างไรในชุมชนการเงินระหว่างประเทศ ประพฤติกรรมของผู้นำไทยที่ทำลายความน่าเชื่อถือของระบบเศรษฐกิจไทยแสดงให้เห็นถึงความไร้เดียงสาอย่างไม่น่าเชื่อ การให้คำมั่นสัญญา โดยที่ขาดเทคโนโลยีในการรักษาคำมั่นสัญญานั้น (Commitment Technology) มีผลกัดกร่อนความน่าเชื่อถือของระบบเศรษฐกิจไทย ซึ่งมีผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอีกทอดหนึ่ง

ระบบการบริหารนโยบายเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ซึ่งมีมาแต่ยุคจอมพลสฤษดิ์ ธนะรัชต์ มิอาจรับมือกับปัญหาและสิ่งแวดล้อมใหม่ที่มากับระบบเสรีนิยมทางการเงิน ในขณะที่ฝ่ายการเมืองขาดผู้นำในการกำหนดนโยบาย ฝ่ายข้าราชการก็มีปัญหาเฉกเช่นเดียวกัน มิหนำซ้ำคุณภาพของผู้นำข้าราชการก็ตกต่ำลงโดยทั่วไปด้วย ความเสื่อมโทรมทางจริยธรรมและทางวิชาการของธนาคารแห่งประเทศไทยมีผลอย่างสำคัญต่อความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายซ้ำแล้วซ้ำเล่า

ความส่งท้าย

เมื่อพิจารณาเหตุปัจจัยต่างๆอันนำมาซึ่งวิกฤติการณ์การเงินครั้งร้ายแรงที่สุดในระบบเศรษฐกิจไทยหลังสงครามโลกครั้งที่สอง เราอาจจำแนกเหตุปัจจัยเหล่านี้ออกเป็น 3 กลุ่ม

กลุ่มแรก ได้แก่ ความผิดพลาดในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Mismanagement) เหตุปัจจัยในกลุ่มนี้ประกอบด้วย การปล่อยให้เศรษฐกิจฟองสบู่ขยายตัวโดยไม่ยับยั้ง การเร่งรัดเดินแนวทางเสรีนิยมทางการเงิน โดยไม่เปลี่ยนแปลงปรัชญาพื้นฐานและปรับปรุงกลไกการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินที่ดี โดยไม่สร้างเครื่องมือทางการเงินเพื่อรับมือกับปัญหาชุดใหม่ที่ดี และโดยไม่ละทิ้งระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวที่ดี การตรึงดอกเบี้ยในระดับสูง ซึ่งไม่เพียงแต่จะไม่เกื้อกูลต่อการฟื้นตัวของระบบเศรษฐกิจเท่านั้น หากยังซ้ำเติมให้ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเลวร้ายลงอีกด้วย

กลุ่มที่สอง ได้แก่ โครงสร้างและการบริหารธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ซึ่งมีได้ยึดถือความมั่นคงของสถาบันการเงินเป็นสรณะ ในด้านหนึ่ง โครงสร้างพนักงานที่ประกอบด้วย ‘นักผจญภัย’ อันทำให้ธุรกิจเงินทุนมีประพฤติกรรมสุ่มเสี่ยง ในอีกด้านหนึ่ง การบริหารการเงินที่ขาดความเข้มงวดในการวิเคราะห์ความเสี่ยงของโครงการเงินกู้ ขาดความเข้มงวดในการทบทวนสินเชื่อ และการปรับลดมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันสินเชื่อ รวมตลอดจนการอำพรางปัญหาหนี้เสีย เหล่านี้ล้วนมีส่วนนำมาซึ่งวิกฤติการณ์สถาบันการเงิน

กลุ่มที่สาม ได้แก่ ปรัชญาพื้นฐานและกลไกการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน การยึดกุมปรัชญา ‘สถาบันการเงินล้มมิได้’ จนนาทีสุดท้ายก็ดี การไม่ปรับเปลี่ยนกลไกและกฎเกณฑ์ในการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินเมื่อต้องเผชิญกับสิ่งแวดล้อมและปัญหาใหม่ภายใต้ระบบเสรีนิยมทางการเงินก็ดี การไม่พัฒนาและปรับปรุงประสิทธิภาพในการกำกับที่ดี และการละเลยไม่ใช้อำนาจในการแก้ปัญหาอย่างฉับพลันและอย่างเฉียบขาดเมื่อสถาบันการเงินจำนวนมากเริ่มประสบปัญหาความไม่มั่นคงก็ดี เหล่านี้ล้วนทำให้ปัญหาความไม่มั่นคงของสถาบันการเงินทบทวีจนกลายเป็นวิกฤติการณ์ที่ร้ายแรง