

วิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 เกิดขึ้นได้อย่างไร?

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์

วิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 ซึ่งเริ่มต้นที่ประเทศไทย และลุกลามไปสู่ประเทศอื่นๆในเวลาต่อมา มีอายุครบสองขวบปีในเดือนกรกฎาคม 2542 ตลอดช่วงเวลาสองขวบปีที่ผ่านมา ชุมชนวิชาการสนใจศึกษาสาเหตุและสรุปบทเรียนจากวิกฤติการณ์ครั้งนี้ อย่างเอาการเอางาน โดยที่มีการแลกเปลี่ยนผลงานผ่าน Internet อย่างแพร่หลาย

อะไรเป็นเหตุปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 ?

ชุมชนเศรษฐศาสตร์กระแสหลักเฟื่องฟูวิเคราะห์เหตุปัจจัยอย่างน้อย 5 กลุ่ม เหตุปัจจัยกลุ่มแรกว่าด้วยความอ่อนแอของระบบเศรษฐกิจ เหตุปัจจัยกลุ่มที่สองว่าด้วยการฉ้อราษฎร์บังหลวงและระบบทุนนิยมพรรคพวก (Crony Capitalism) เหตุปัจจัยกลุ่มที่สามว่าด้วย Moral Hazard เหตุปัจจัยกลุ่มที่สี่ว่าด้วยการแข่งขันกันลดค่าของเงิน และเหตุปัจจัยกลุ่มที่ห้าว่าด้วยความตื่นตระหนกทางการเงิน (Financial Panic)

1. ความเปราะบางของระบบเศรษฐกิจ

ความอ่อนแอของระบบเศรษฐกิจ อันเป็นเหตุปัจจัยแห่งวิกฤติการณ์การเงิน เกิดจากความเปราะบางทางการเงิน (Financial Fragility) ความเปราะบางทางการเงินเกิดจากการดำเนินนโยบายเสรีนิยมการเงิน (Financial Liberalization) โดยมิได้ปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานด้านกฎหมายการเงิน (legal infrastructure) และด้านการตรวจสอบและกำกับสถาบันการเงิน (regulatory infrastructure) รวมตลอดจนละเลยการพัฒนาสถาบันการเงินให้มั่นคง และละเลยการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินเพื่อจัดการกับสิ่งแวดล้อมใหม่ อันเกิดจากลักษณะชีพจรลงเท้าของทุน ซึ่งสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยเสรี (international capital mobility) มากขึ้น งานวิจัยจำนวนมากยืนยันข้อค้นพบก่อนหน้านี้ที่ว่า ประเทศที่ดำเนินนโยบายเสรีนิยมทางการเงินโดยไม่สนใจลำดับก่อนหลังในการดำเนินนโยบาย (policy sequencing) มักจะเผชิญวิกฤติการณ์การเงิน ความในข้อนี้ครอบคลุมประเทศไทยด้วย

ความเปราะบางทางการเงินยังเป็นผลจากการยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว (Fixed Exchange Rate System) ซึ่งไปด้วยกันมิได้กับระบบการเงินเสรี การแข่งขันไม่ปรับอัตราแลกเปลี่ยนให้ตรงต่อพื้นฐานที่เป็นจริง เปิดช่องให้มีการโจมตีค่าของเงิน เมื่อเงินบาทมีค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง (overvaluation) ย่อมก่อให้เกิดการเก็งกำไรจากการคาดการณ์ว่าจะต้องมีการลดค่าเงินบาทในอนาคต ธนาคารแห่งประเทศไทยพยายามอ้างราคาเงินบาทตามอัตราแลกเปลี่ยนระดับเดิม จนต้องสูญเสียเงินตราต่างประเทศในการปกป้องค่าเงินบาทจำนวนมาก แต่ก็มีอาจอ้างราคาเงินบาทซึ่งสูงเกินกว่าความเป็นจริงได้ ในเมื่อคนไทยร่วมสังขกรรมในการโจมตีค่าเงินบาทด้วย

การดำเนินนโยบายเสรีนิยมทางการเงิน โดยมีได้คำนึงถึงความสำคัญของลำดับก่อนหลังในการดำเนินนโยบายก็ดี และการยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัวอย่างเหนียวแน่น ซึ่งไปด้วยกันมิได้กับระบบการเงินเสรีก็ดี นับเป็นความผิดพลาดในการบริหารนโยบายเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Policy Mismanagement) อย่างร้ายแรง

2. การฉ้อราษฎร์บังหลวงและระบบทุนนิยมพรรคพวก (Crony Capitalism)

ระบบความสัมพันธ์เชิงอุปถัมภ์ (Patron - Client Relationship) ฝังตัวอย่างเหนียวแน่นและถักทอสายสัมพันธ์ระหว่างชั้นชนและกลุ่มเศรษฐกิจต่างๆในสังคมอย่างแน่นแฟ้น ระบบทุนนิยมที่ก่อหน่อและเติบโตในสังคมไทยจึงเป็นระบบทุนนิยมอุปถัมภ์ กลุ่มทุนที่สามารถเติบโตใหญ่ได้ล้วนแล้วแต่อาศัยความสัมพันธ์เชิงอุปถัมภ์ที่มีกับชนชั้นปกครองผู้กุมอำนาจในการกำหนดนโยบาย และที่มีกับเครือข่ายเศรษฐกิจระดับล่างลงมา ภายใต้ระบบทุนนิยมอุปถัมภ์หน่วยเศรษฐกิจยากที่จะพัฒนาประสิทธิภาพการผลิตได้ เพราะขาดพลังการแข่งขัน มิหนำซ้ำยังมีการดูดซับส่วนเกินทางเศรษฐกิจ (Rent Seeking) และการฉ้อราษฎร์บังหลวงจากกระบวนการกำหนดและบริหารนโยบายเศรษฐกิจอีกด้วย โดยที่การฉ้อราษฎร์บังหลวงกัดกร่อนความมั่นคงและประสิทธิภาพของระบบเศรษฐกิจในชั้นรากฐาน

ระบบทุนนิยมอุปถัมภ์ถูกกล่าวหาว่าเป็นต้นตอของวิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 เพียงแต่ขนานนามว่า "ระบบทุนนิยมพรรคพวก" (Crony Capitalism) อาเสียดะวันออกถูกกล่าวหาว่าถูกรอบงำโดยระบบทุนนิยมพรรคพวก สถาบันการเงินมิได้จัดสรรสินเชื่อโดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนและศักยภาพทางเศรษฐกิจของโครงการที่ขอเงินกู้ การตัดสินใจในการจัดสรรสินเชื่อของสถาบันการเงินเป็นผลจากความสัมพันธ์ส่วนบุคคลและเครือข่ายทางเศรษฐกิจ ซึ่งโดยพื้นฐานเป็นความสัมพันธ์เชิงอุปถัมภ์ ด้วยเหตุดังนี้ สถาบันการเงินในประเทศเหล่านี้จึงมีความอ่อนแอในชั้นรากฐาน เพราะปัญหาหนี้เสียและหนี้สูญเกิดขึ้นได้ง่าย

วิวาทะในประเด็นการชำระบัญชีบงหลวงและระบบทุนนิยมพรรคพวกมีส่วนสร้าง กระแสชาตินิยมในอาเซียนตะวันออก ในเมื่อการกล่าวหาประหนึ่งว่า การชำระบัญชีและระบบ ทุนนิยมพรรคพวกเป็น 'สมบัติ' ของอาเซียนตะวันออกแต่เพียงภูมิภาคเดียวในสังคมโลก แม้ว่า การชำระบัญชีบงหลวงและระบบทุนนิยมพรรคพวกจะสร้างความเปราะบางให้แก่ระบบเศรษฐกิจ แต่ก็มีอาจอธิบายได้ว่า เหตุใดวิกฤติการณ์การเงินจึงลุกลามอย่างรวดเร็วและรุนแรงดังที่เกิดขึ้นในปี 2540 นอกจากนี้ การชำระบัญชีบงหลวง การเล่นพรรคเล่นพวกและความสัมพันธ์เชิงอุปถัมภ์ ก็ดำรงอยู่ในประเทศต่างๆ รวมทั้งประเทศมหาอำนาจดังเช่นสหรัฐอเมริกาด้วย เหตุใดประเทศ เหล่านี้จำนวนมากจึงมิได้เผชิญวิกฤติการณ์การเงิน

ท้ายที่สุด แม้ข้อเท็จจริงปรากฏว่า ระบบทุนนิยมอุปถัมภ์กัดกร่อนความมั่นคง ของระบบสถาบันการเงิน แต่วิกฤติการณ์การเงินอาเซียนปี 2540 มิอาจโยนให้เป็นความผิดของ สถาบันการเงินภายในประเทศเหล่านี้แต่เพียงฝ่ายเดียว ในฐานะที่มีได้เข้มงวดกลั่นกรองโครงการ ที่จัดสรรเงินให้กู้ บรรดาสถาบันการเงินระหว่างประเทศและตลาดการเงินระหว่างประเทศต้องมี ส่วนร่วมรับผิดชอบด้วย เนื่องจากสินเชื่อที่จัดสรรโดยสถาบันการเงินในประเทศต่างๆในอาเซียนตะวันออก สัดส่วนสำคัญมาจากเงินกู้ต่างประเทศ การที่อาเซียนตะวันออกได้รับเงินกู้ต่างประเทศจำนวนมาก มิอาจปฏิเสธได้ว่าเป็นเพราะการขาดความเข้มงวดของสถาบันการเงินและตลาดการเงิน ระหว่างประเทศ หากความมั่งคั่งของระบบสถาบันการเงินในอาเซียนตะวันออกเกิดจากระบบ ทุนนิยมพรรคพวก การที่สถาบันการเงินและตลาดการเงินระหว่างประเทศจัดสรรเงินให้กู้จำนวนมากแก่อาเซียนตะวันออก โดยมีได้วิเคราะห์ความเปราะบางทางเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้เท่าที่ ควร ก็ควรกล่าวหาด้วยว่า สถาบันการเงินและตลาดการเงินระหว่างประเทศถูกรวบงำโดยระบบ ทุนนิยมพรรคพวก จึงจะเป็นบทวิเคราะห์ที่คงเส้นคงวา

3. Moral Hazard

ภัยอันตรายอันเกิดจากความหวังใจว่าจะได้รับความช่วยเหลือในยามที่มีปัญหา หรือ Moral Hazard มีอยู่ 2 ระดับ ระดับหนึ่งเป็นระดับระหว่างประเทศ อีกระดับหนึ่งเป็นระดับ ภายในประเทศ

Moral Hazard ระดับระหว่างประเทศเกิดจากความหวังใจที่ว่า หากประเทศ เผชิญวิกฤติการณ์ทางการเงินอย่างรุนแรง องค์การโลกบาล ดังเช่นกองทุนการเงินระหว่างประเทศ และประเทศมหาอำนาจ ดังเช่นกลุ่ม G-7 จะยื่นมือเอามาช่วยเหลือ ด้วยเหตุที่เกรงว่า วิกฤติการณ์การเงินที่เกิดขึ้นในประเทศหนึ่งประเทศใดจะก่อผลกระทบลูกโซ่ ลุกลามจนกลายเป็น วิกฤติการณ์การเงินระดับโลก ความหวังใจดังกล่าวนี้ทำให้ประเทศต่างๆดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ และการเงินอย่างปราศจากความระมัดระวังเท่าที่ควร โดยที่ในอีกด้านหนึ่งสถาบันการเงินและ

ตลาดการเงินระหว่างประเทศจัดสรรเงินให้กู้โดยปราศจากการตรวจสอบฐานะการเงินของลูกค้าหนี้ และศักยภาพทางเศรษฐกิจของโครงการที่ใช้เงินกู้เท่าที่ควร ทั้งหมดนี้เกิดจากความหวังใจที่ว่า หากมีวิกฤติการณ์การเงินเกิดขึ้น จะได้รับความช่วยเหลือเกื้อกูลจากองค์กรโลกบาลและประเทศมหาอำนาจ ความหวังใจดังกล่าวข้างต้นนี้สร้างความเปราะบางทางการเงิน อันเป็นชนวนแห่งวิกฤติการณ์การเงินได้โดยง่าย

Moral Hazard ระดับภายในประเทศเกิดจากปรัชญาการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินที่ธนาคารแห่งประเทศไทยยึดถือโดยนัย อันได้แก่ ปรัชญา 'สถาบันการเงินล้มมิได้' เมื่อเกิดวิกฤติการณ์สถาบันการเงินคราใด ธนาคารแห่งประเทศไทยจะยื่นมือเข้าไปค้ำจุนสถาบันการเงินดังกล่าวครานั้น จนหลักการ 'สถาบันการเงินล้มมิได้' กลายเป็นกติกาการเล่นเกมส์ (Rule of the Game) ปรัชญาดังกล่าวนี้นำให้ผู้บริหารสถาบันการเงินมีประพฤติกกรรมสุ่มเสี่ยงในยามจัดสรรสินเชื่อ โดยที่บางกรณีถึงกับฉ้อฉล เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นไม่ใส่ใจในการตรวจสอบประพฤติกกรรมของผู้บริหารสถาบันการเงินเท่าที่ควร และประชาชนเลือกฝากเงินกับสถาบันการเงินที่ให้ดอกเบี้ยสูง โดยไม่พิจารณาฐานะการเงินของสถาบันการเงินที่เลือกเท่าที่ควร ทั้งหมดนี้เกิดจากความหวังใจที่ว่า หากเกิดวิกฤติการณ์สถาบันการเงิน จะได้รับความช่วยเหลือจากธนาคารแห่งประเทศไทยและรัฐบาลเสมอ ความหวังใจดังกล่าวนี้เป็นชนวนแห่งวิกฤติการณ์สถาบันการเงินที่รอการปะทุ

4. การแข่งขันกันลดค่าของเงิน

การแข่งขันกันลดค่าของเงินเป็นประเด็นที่มีการศึกษากันว่าเป็นเหตุปัจจัยสำคัญของวิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 หรือไม่ โดยที่การลดค่าเงินบาทเดือนกรกฎาคม 2540 จุดปะทุการลดค่าเงินในประเทศอื่น ๆ ในเวลาต่อมา ไม่ว่าจะเป็นอินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และเกาหลีใต้ ข้อเท็จจริงปรากฏว่า การลดค่าของเงินเป็นเรื่องปลายเหตุ ต้นเหตุอยู่ที่การยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว ซึ่งไปด้วยกันมิได้กับระบบการเงินเสรี การอ้างอัตราแลกเปลี่ยนโดยไม่ปรับตามพื้นฐานที่แปรเปลี่ยนไป ทำให้ต้องใช้เงินสำรองระหว่างประเทศในการปกป้องค่าของเงิน เมื่อทุนสำรองร่อยหรอจนถึงขีดอันตราย การลดค่าของเงินจึงมีอาจหลีกเลี่ยงได้ หากยังคงแข็งขันไม่ปรับอัตราแลกเปลี่ยน ทุนสำรองระหว่างประเทศย่อมต้องหมดไป และวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจจะร้ายแรงยิ่งกว่าที่เกิดขึ้น

ข้อเท็จจริงยังปรากฏด้วยว่า การเก็งกำไรซื้อขายเงินตราต่างประเทศ อันเกิดจากการคาดการณ์ว่า จะมีการลดค่าของเงิน มิได้เกิดจากนักเก็งกำไรชาวต่างชาติเท่านั้น หากแต่นักเก็งกำไรพื้นเมืองก็ร่วมสังฆกรรมด้วย จริงอยู่การลดค่าของเงินเป็นระลอกๆ ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ในปี 2540 นำมาซึ่งภาวะเศรษฐกิจตกต่ำในเวลาต่อมา แต่ประเทศที่เคยลดค่าของเงินหลายต่อ

หลายประเทศมิได้เผชิญวิกฤติการณ์เศรษฐกิจดังกรณีชิลีและอินเดียในกลุ่มประเทศโลกที่สาม ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ และแคนาดาในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศไทยเองก็เคยลดค่าเงินบาทในอดีต ทั้งในปี 2524 และ 2527 ซึ่งการณืปรากฏว่าเป็นผลดีแก่ระบบเศรษฐกิจ ในกรณีตรงกันข้าม ประเทศที่ยึดระบบ Currency Board และมีได้ลดค่าของเงิน กลับต้องประสบภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง ดังกรณีอาร์เจนตินา (ปี 2538) และฮ่องกง (ปี 2541)

การลดค่าของเงินเป็นระลอกๆ ในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ปี 2540 มิอาจกล่าวหาได้ว่าเป็นต้นตอของวิกฤติการณ์การเงิน เพราะประเทศเหล่านั้นอยู่ในภาวะจำยอมที่ต้องลดค่าของเงินเนื่องจากทุนสำรองระหว่างประเทศใกล้หมด กระนั้นก็ตาม ความไม่สามารถในการชำระอัตราแลกเปลี่ยนในระดับเดิมซึ่งมีผลเท่ากับการเปลี่ยนแปลงกติกาการเล่นเกม (Rule of the Game) ประกอบกับภาวะร่อยหรอของทุนสำรองระหว่างประเทศ นำมาซึ่งสภาวะความไม่แน่นอน (Uncertainty) อันเป็นเชื้อเพลิงอย่างดีสำหรับการกระพือความตื่นตระหนก

5. ภาวะตื่นตระหนกทางการเงิน (Financial Panic)

ความตื่นตระหนกทางการเงิน (Financial Panic) เป็นประเด็นที่ศาสตราจารย์ เจฟฟรีย์ ซัคส์ (Jeffrey Sachs) นำเสนอเป็นกรณีศึกษาว่าด้วยวิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 แม้ว่าความอ่อนแอของระบบเศรษฐกิจอันเกิดจากความเปราะบางทางการเงินจะก่อให้เกิดวิกฤติการณ์การเงินได้ และแม้ว่า Moral Hazard จะกัดกร่อนความมั่นคงทางการเงินทั้งภายในประเทศและระหว่างประเทศ แต่เหตุปัจจัยเหล่านี้มิอาจอธิบายได้ว่า เหตุใดวิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 จึงลุกลามอย่างรวดเร็วและรุนแรง

ความเปราะบางของเศรษฐกิจไทยและเพื่อนบ้านเป็นที่ประจักษ์แก่ใจสมาชิกชุมชนการเงินระหว่างประเทศ ในเมื่อสถาบันการเงินในประเทศเหล่านี้โหมกู้เงินจากต่างประเทศจำนวนมาก ในกรณีของไทย เงินกู้ต่างประเทศของสถาบันการเงินเอกชนทุกประเภท ซึ่งมีมูลค่าคิดเป็นร้อยละ 5 ของ GDP ในปี 2533 ถีบตัวขึ้นเป็น 28% ของ GDP ในปี 2538 ในประการสำคัญ หนี้ต่างประเทศระยะสั้นอยู่ในระดับสูงมาก เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ต่างประเทศระยะสั้น ตราบเท่าที่สถาบันการเงินต่างประเทศยังคงเชื่อมั่นในระบบการเงินไทย ความเปราะบางดังกล่าวนี้จะยังไม่สร้างปัญหาแก่ระบบเศรษฐกิจไทย ต่อเมื่อความเชื่อมั่นหมดสิ้นไป มรสุมทางเศรษฐกิจย่อมก่อตัวขึ้น ความเสื่อมถอยในความเชื่อมั่นค่อยๆ สะสม ทั้งในเชิงปริมาณและคุณภาพ เริ่มต้นจากการตกต่ำของการส่งออก เค้าวางแห่งการแตกสลายของภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ ความเปราะบางของระบบสถาบันการเงินซึ่งปรากฏโฉมให้เห็นมากขึ้น การโจมตีเงินบาทเนื่องจากมีค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง และการสูญเสียทุนสำรองระหว่างประเทศในการปกป้องค่าเงินบาท

แต่ที่จริงแล้ว ความเปราะบางของระบบเศรษฐกิจไทยเริ่มปรากฏให้เห็นภายหลังวิกฤติการณ์การเงินเม็กซิโกเดือนธันวาคม 2537 เมื่อนายจิม วอล์กเกอร์ (Jim Walker) แห่ง Credit Lyonnais Securities (Asia) Ltd. ซึ่งมีฐานอยู่ในฮ่องกง เสนอบทวิเคราะห์ เรื่อง “Could a Mexican Peso Happen in Asia? Not Likely For Now” ซึ่งให้เห็นความเปราะบางของระบบเศรษฐกิจไทย เพียงเท่านั้นเงินบาทก็ถูกโจมตีจนเกิดวิกฤติการณ์ย่อยๆในเดือนมกราคม 2538 ผู้นำรัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทยพากันขึ้นวิจารณ์นายจิม วอล์กเกอร์ จนถึงระดับที่หากสามารถตีประกาศ “จับเป็นหรือจับตาย” ได้ก็คงทำไปแล้ว หนังสือพิมพ์บางฉบับดังเช่น *The Nation* ร่วมกันด่านายวอล์กเกอร์ชนิดเลือดไทยเดือดพล่าน โดยไม่สนใจเฟื่องพิเคราะห์สาระแห่งบทวิเคราะห์เพื่อสรุปบทเรียนแม้แต่น้อย

ในเดือนสิงหาคม 2539 มอริส โกลด์สไตน์ (Morris Goldstein) พนักงานกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งลาไปทำงานวิจัยให้แก่ Institute for International Economics ณ กรุงวอชิงตัน ดี.ซี. เสนอบทวิเคราะห์ความเปราะบางทางเศรษฐกิจของประเทศต่างๆในเอเชียตะวันออกเฉียง 5 ประเทศ อันประกอบด้วยอินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ ไทย และเกาหลีใต้ โดยเปรียบเทียบกับเม็กซิโกปี 2537 นายโกลด์สไตน์พบว่า มีสัญญาณบางประการที่บ่งบอกว่าประเทศในอนุภูมิภาคบางประเทศมีอาการ ‘ป่วย’ ดูเดียวกับเม็กซิโกปี 2537 โดยที่ไทยเป็นประเทศที่น่าจับตามองที่สุด

ความเปราะบางทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านการเงิน ทำให้สถานการณ์การเงินระหว่างประเทศเริ่มถอนเงินออกจากประเทศไทย เมื่อเห็นว่า สถานการณ์ทางเศรษฐกิจเลวร้ายลง เพราะตระหนักแก่ใจว่า สินทรัพย์ต่างประเทศระยะสั้นมีไม่พอที่จะชำระหนี้ต่างประเทศระยะสั้น ใครที่ชิงถอนเงินออกก่อน ก็จะได้เงินคืนก่อน ใครที่เชื่องช้า ก็จะได้เงินคืน หรือมิฉะนั้นก็ต้องรอคอยจนกว่าสถานการณ์คืนสู่สภาวะปกติ การแย่งชิงกันถอนเงินออกนอกประเทศก่อให้เกิดสภาวะการตื่นตระหนกทางการเงิน ความตื่นตระหนกดังกล่าวนี้ทำให้เกิดวิกฤติการณ์การเงินที่เกิดขึ้นลุกลามอย่างรวดเร็วและรุนแรง โดยที่วิกฤติการณ์การเงินแผ่กระจายทั่วเอเชียตะวันออกเฉียง และต่อมาลุกลามสู่รัสเซียและละตินอเมริกา

แม้จะมีนักวิเคราะห์ที่ชี้ให้เห็นความเปราะบางทางเศรษฐกิจของเอเชียตะวันออกเฉียง แต่ความเห็นดังกล่าวนี้เป็นเพียงเสียงส่วนน้อย โดยที่คนส่วนใหญ่ในชุมชนวิชาการยังคงมีความเห็นว่า พื้นฐานทางเศรษฐกิจของเอเชียตะวันออกเฉียงมั่นคง ในทัศนะของคนกลุ่มนี้ วิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 เป็นปรากฏการณ์อันคาดไม่ถึง และนี่เองที่ทำให้บรรดาธิบายว่าด้วยความตื่นตระหนกทางการเงินมีเสน่ห์

แม้ว่าวิกฤติการณ์การเงินมักจะเกิดในประเทศที่ดำเนินนโยบายเสรีนิยมทางการเงินควบคู่กับระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว แต่ความเปราะบางทางการเงินดังกล่าวนี้

มีอาจอธิบายได้ว่า เหตุใดวิกฤติการณ์การเงินจึงลุกลามอย่างรวดเร็วและรุนแรง ข้อเท็จจริงที่ว่า วิกฤติการณ์การเงินเอเชียคลี่คลายตัวอย่างรวดเร็ว เมื่อความตื่นตระหนกสงบลง ยิ่งทำให้ อรรถาธิบายว่าด้วยความตื่นตระหนกทางการเงินมีเสน่ห์มากยิ่งขึ้น

ความตื่นตระหนกทางการเงินจะมีมากในประเทศที่มีภาวะหนี้ต่างประเทศระยะสั้นสูง เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ต่างประเทศระยะสั้นที่ประเทศนั้นมีอยู่ แต่ความตื่นตระหนกจะมีน้อยในประเทศที่มีภาวะหนี้ต่างประเทศระยะสั้นน้อย ในประเทศเหล่านี้ ถึงปัญหา Moral Hazard จะรุนแรง ระบบสถาบันการเงินจะอ่อนแอ การฉ้อราษฎร์บังหลวงมีมาก และระบบทุนนิยมพรรคพวก (Crony Capitalism) จะทรงอิทธิพล แต่วิกฤติการณ์การเงินไม่เกิดขึ้น และถึงจะเกิดขึ้นก็ไม่รุนแรงและไม่ลุกลาม เนื่องจากสินทรัพย์ต่างประเทศระยะสั้นมีเพียงพอสำหรับการชำระหนี้ต่างประเทศระยะสั้นนั่นเอง

6. บทสรุป

ภาวะการไม่ตื่นตระหนกทางการเงินเป็นฟางเส้นสุดท้ายที่สะกิดการก่อเกิด วิกฤติการณ์การเงินที่ลุกลามอย่างรวดเร็วและรุนแรง เมื่อฟางเส้นสุดท้ายขาดสะบั้น วิกฤติการณ์การเงินที่ร้ายแรงจึงมีอาจสะกิดไว้ได้ แต่ภาวะตื่นตระหนกทางการเงินมิได้เกิดจากสุญญากาศ หากแต่สั่งสมทั้งในเชิงปริมาณและคุณภาพ เริ่มต้นจากความเปราะบางของระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความเปราะบางทางการเงิน อันเกิดจากการเลือกเดินบนเส้นทางเสรีนิยมทางการเงิน โดยปราศจากพื้นฐานทางการเงินและทางเศรษฐกิจอันแข็งแกร่ง และโดยยังคงยึดกุมระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบตายตัว ซึ่งไปด้วยกันมิได้กับระบบการเงินเสรี ทั้งหมดนี้ถูกซ้ำเติมด้วยระบบทุนนิยมอุปถัมภ์และการฉ้อราษฎร์บังหลวง ประกอบกับปัญหา Moral Hazard ทั้งระดับภายในประเทศและระหว่างประเทศ ซึ่งกีดกร่อนความมั่นคงของระบบสถาบันการเงินในขั้นรากฐาน และทำลายประสิทธิภาพของระบบเศรษฐกิจอย่างลึกซึ้ง ภาวะร่อยหรอของทุนสำรองระหว่างประเทศ อันเกิดจากการการทำสงครามปกป้องค่าของเงินเป็นเชื้อเพลิงที่ทรงประสิทธิภาพในการโหมกระพือภาวะตื่นตระหนกทางการเงิน

หมายเหตุ

1. สำระสำคัญของบทความนี้มาจากงานวิชาการช่วงหลังเดือนกรกฎาคม 2540 โดยเฉพาะอย่างยิ่ง

Jenny Corbett and David Vines, "The Asian Crisis : Competing Explanations." CEPA Working Paper Series III, No.7, Center for Economic Policy Analysis, New School for Social Research, July 1998.

Stephany Griffith - Jones and Stephan Pfaffenzeller, "The East Asian Currency Crisis : A Survey of the Debate on Its Causes and Possible Solutions." Institute of Development Studies, University of Sussex. May 1998.

Steven Radelet and Jeffrey Sachs, "What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis ?" U.S. Agency for International Development, January 1999.

2. วิกฤติการณ์เงินบาทเดือนมกราคม 2538 และบทบาทของนายจิม วอล์กเกอร์ ดู รั้งสรรค์ ณะพรพันธุ์ "วิกฤติการณ์ค่าเงินบาท : อุบัติเหตุหรือปัญหาโครงสร้าง? "ผู้จัดการรายวัน ฉบับวันศุกร์ที่ 20 มกราคม 2538

3. บทวิเคราะห์ของมอริส โกลด์สไตน์ ดู *The Economist* (August 24, 1996) และรั้งสรรค์ ณะพรพันธุ์ "วิกฤติการณ์การเงินอุษาคเนย์" ผู้จัดการรายสัปดาห์ ฉบับวันที่ 28 กรกฎาคม - 3 สิงหาคม 2540

4. โปรดเปรียบเทียบบทสำรวจบทวิเคราะห์วิกฤติการณ์การเงินเอเชียปี 2540 ในบทความนี้ กับบทวิเคราะห์ก่อนหน้าของผู้เขียน ดู รั้งสรรค์ ณะพรพันธุ์ " วิกฤติการณ์การเงินปี 2540 " และ "สืบบทเรียนจากวิกฤติการณ์การเงินปี 2540 " นิตยสาร *Corporate Thailand* ฉบับเดือนกันยายน 2540