

openbooks



พิมพ์ครั้งแรก มีนาคม 2553

สำนักพิมพ์ openbooks

286 ถนนพิจัย แขวงถนนนครไชยศรี

เขตดุสิต กรุงเทพฯ 10300

โทรศัพท์ 0-2669-5145

โทรสาร 0-2669-5146

www.onopen.com

email: onopenon@yahoo.com

จัดจำหน่าย

บริษัท เกล็ดไทย จำกัด

117-119 ถนนเฟื่องนคร

ตรงข้ามวัดราชบพิธ

กรุงเทพฯ 10200

โทรศัพท์ 0-2225-9536-40

โทรสาร 0-2222-5188

เศรษฐกิจทางเลือก:
ว่าด้วยมาตรการกำกับและ
จัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

เลขมาตรฐานสากลประจำหนังสือ
978-616-7347-03-5

ราคา 135 บาท

เขียน

ปกป้อง จันวิทย์

บรรณาธิการบริหาร
ภิญโญ ไตรสุริยธรรมา

บรรณาธิการ

ปกป้อง จันวิทย์

บรรณาธิการเล่ม

บุญชัย แซ่เจียว

ออกแบบปกและรูปเล่ม

ธีรณัฐ ขวัญกิจประณีต

ข้อมูลทางบรรณานุกรมของสำนักหอสมุดแห่งชาติ

ปกป้อง จันวิทย์.

เศรษฐกิจทางเลือก: ว่าด้วยมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ.--

กรุงเทพฯ: โอเพ่นบุ๊กส์, 2553.

176 หน้า.

1. นโยบายเศรษฐกิจ. I. ชื่อเรื่อง.

338.9

เศรษฐกิจ ทางเลือก

1

ว่าด้วย

มาตรการกำกับและจัดการ

ทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ



โลกาภิวัตน์ อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ วิวาทะว่าด้วย
การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ และ Capital Controls

คำนำผู้เขียน

หนังสือเล่มนี้เป็นหนึ่งในหนังสือชุด “เศรษฐกิจทางเลือก” ซึ่งประกอบด้วยหนังสือ 3 เล่ม ได้แก่ เศรษฐกิจทางเลือก: ว่าด้วยมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดย ปกป้อง จันวิทย์ เศรษฐกิจทางเลือก: ว่าด้วยรัฐสวัสดิการ โดย เอื้อมพร พิชัยสนธิ์ และ เศรษฐกิจทางเลือก: ว่าด้วยเศรษฐกิจความสุข เศรษฐกิจอิสลาม และนโยบายประชานิยม โดย สฤณี อาชวานันทกุล

เนื้อหาของหนังสือทั้งสามเล่มพัฒนามาจากโครงการวิจัยเรื่อง “นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์และอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่: บทสำรวจองค์ความรู้และประสบการณ์” (Alternative Economic Policy under Globalization and Neoliberalism: A Survey of Theory and Practice) (2551) ของ ปกป้อง จันวิทย์ เอื้อมพร พิชัยสนธิ์ และสฤณี อาชวานันทกุล โครงการดังกล่าวได้รับการสนับสนุนทางการเงินจาก Oxfam GB และบริหารโครงการโดยโครงการศึกษาและปฏิบัติการงานพัฒนา (Focus on the Global South) และกลุ่มศึกษาข้อตกลงเขตการค้าเสรีภาคประชาชน (FTA Watch)

หนังสือชุด “เศรษฐกิจทางเลือก” มีวัตถุประสงค์หลัก 2 ประการ ได้แก่

(1) เพื่อศึกษาองค์ความรู้และทฤษฎีของแนวคิดเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่พ้นไปจากแนวคิดเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ รวมถึงวิวาทะระหว่างแนวคิดเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่และเศรษฐศาสตร์ทางเลือกในประเด็นสำคัญที่เกี่ยวข้อง

(2) เพื่อศึกษาประสบการณ์ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกของประเทศต่างๆ ในโลก

เนื้อหาที่ปรากฏในหนังสือชุด “เศรษฐกิจทางเลือก” คงเป็น ‘สิ่งยืนยัน’ ว่า ในชอกมุ่มเล็กๆ ของวงวิชาการเศรษฐศาสตร์ ยังมีนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่ทำงานในแนวทางที่แตกต่าง และในชอกมุ่มเล็กๆ ของเศรษฐกิจโลก ยังมีบางประเทศที่เลือกดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในแนวทางที่แตกต่าง

‘ทางเลือกอื่น’ ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจและการพัฒนาเศรษฐกิจ ยังพอมีหลงเหลืออยู่ในโลกใบนี้ นโยบายเศรษฐกิจเหล่านั้นมิได้สร้างผลกระทบด้านลบแก่ระบบเศรษฐกิจ จนทำให้เศรษฐกิจล้มเหลวหรือพังทลายลง ดังที่นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่หวาดกลัว ในทางตรงกันข้าม นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกเหล่านั้นกลับมีส่วนช่วยสร้างความเข้มแข็งและความยั่งยืนให้แก่ระบบเศรษฐกิจ และนำพาประเทศไปสู่การพัฒนาที่มีความอยู่ดีมีสุขของผู้คนในประเทศเป็นเป้าหมายสุดท้าย

ผู้เขียนหวังว่าหนังสือชุดนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการถกเถียงแลกเปลี่ยนความคิดเห็นว่าด้วยแนวทางการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาอย่างประเทศไทยไม่มากนักน้อย

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอขอบคุณ คุณเยาวลักษณ์ เขียรเชาว์ ผู้จัดการโครงการ Oxfam GB ประจำประเทศไทย คุณจักรชัย โฉมทองดี นักวิจัยโครงการศึกษาและปฏิบัติการงานพัฒนา เจ้าหน้าที่ Oxfam GB ประจำประเทศไทยทุกท่าน และเจ้าหน้าที่โครงการศึกษาและปฏิบัติการงานพัฒนาทุกท่าน สำหรับการริเริ่ม สนับสนุน และบริหารจัดการโครงการคุณสัณห์สิริ โฆษินทร์เดชา และคุณกอปรทิพย์ อัจฉริยโสภณ ทีมวิจัยประจำโครงการ ซึ่งทำหน้าที่ได้อย่างดีเยี่ยม โดยเฉพาะการจัดทำข้อมูลในส่วนของกรณีศึกษาต่างๆ รวมถึงคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ให้การสนับสนุนผู้เขียนทางด้านวิชาการด้วยดีตลอดมา

หากเนื้อหาของหนังสือชุด “เศรษฐกิจทางเลือก” สร้างคุณประโยชน์ประการใด ผู้เขียนขอมอบบุญกุศลทั้งหมดแด่ ด.ญ.เอลิตา โฉมทองดี ผู้จากไปก่อนวัยอันควรขณะที่โครงการวิจัยอยู่ในระหว่างกรดำเนินการ

คำนิยาม

จะว่าไป วิชาเศรษฐศาสตร์และการถกเถียงว่าด้วยนโยบายเศรษฐกิจ ได้ก้าวพ้นห้องเรียนและมหาวิทยาลัยมานานแล้ว อย่างน้อยที่สุดวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ก็ดึงให้การถกเถียงอย่างจริงจังในเรื่องมาตรการนโยบาย หรือแม้แต่ทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ เกิดขึ้นในหลากหลายพื้นที่ และกลุ่มชนของสังคมไทย ไม่ว่าจะเป็นที่ถนนสีลมหรือลานวัดในจังหวัดอุดรธานี ห้องประชุมธนาคารแห่งประเทศไทยหรือวงเสี้ยวของชุมชนกุดชุม จังหวัดยโสธร เป็นต้น

หากยังจำกันได้ เนื้อหาในหลายวงเสวนารวมถึงทิศทางการขับเคลื่อนทางความคิดของสังคม จะออกไปในทางขัดแย้งกับแนวเศรษฐกิจที่ดำเนินอยู่ มาตรการของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) ถูกต่อต้านอย่างหนัก และคนจำนวนมากก็ถึงกับมององค์กรนี้เป็นภัยคุกคาม รัฐบาลที่บริหารเศรษฐกิจตามคำสอนของ IMF ซึ่งวางอยู่บนแนวทางของสำนัก 'เสรีนิยมใหม่' อย่างเคร่งครัด ในท้ายที่สุดก็ได้รับการปฏิเสธจากประชาชนดังผลการเลือกตั้งเมื่อปี พ.ศ. 2544 ชุมนโยบาย เช่น การเปิดเสรีทางการค้าและการลงทุน หรือการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ถูกฆ่าแหล่และวิพากษ์อย่างถึงรากถึงโคน เมื่อแนวความเชื่อ (ทางเศรษฐกิจ) กระแสหลักถูกคัดง้าง

และทำลายจนเกือบสูญสิ้นความชอบธรรม ย่อมไม่แปลกที่สังคมจะถามหา หรือแม้กระทั่งโยยหาสิ่งทดแทน

คำว่า 'เศรษฐกิจทางเลือก' ถูกหยิบยกขึ้นเพื่อเปิดพื้นที่ให้กับความคิดและวิถีแห่งการจัดสรรทรัพยากรที่พ้นไปจากตลาดเสรี ข้อเสนอในระดับต่างๆ ใส่เรียงตั้งแต่การปฏิรูปบางประการของระบบและสถาบันที่มีอยู่ ไปจนถึงการปฏิเสธกลไกตลาดอย่างสิ้นเชิง เกิดขึ้นทั้งในประเทศไทยและหลากหลายภูมิภาคทั่วโลกที่เผชิญชะตากรรมไม่ต่างจากเรา นำเสียดายที่ห้วงเวลาแห่งการแสวงหาดังกล่าวในสังคมไทยสั้นเกินกว่าที่แนวทางปฏิบัติและชุมนโยบายภายใต้สังกัดเศรษฐกิจทางเลือกจะก่อรูปขึ้นได้ พรรคการเมืองที่หาเสียงโดยการตำหนิแนวทางของ IMF เมื่อมาเป็นรัฐบาลนอกจากไม่ได้ปรับแก้สิ่งที่ตนรับมรดกมาแล้ว ตรงกันข้ามกลับเร่งความเร็วและเพิ่มความเข้มข้นขึ้นเสียด้วยซ้ำ คงจะมีเพียงนโยบายประชานิยมที่อาจถือว่าเป็นผลผลิตหนึ่งจากพลังการปฏิเสธแนวทางเศรษฐกิจกระแสหลักในช่วงดังกล่าวอยู่ได้บ้าง

อย่างไรก็ตาม เกือบสิบสามปีผ่านไป ประเทศไทยมีรัฐบาลที่มาจากทั้งสองขั้วการเมือง รวมทั้งรัฐบาล 'เศรษฐกิจพอเพียง' ที่จัดตั้งโดยคณะรัฐประหาร แต่หากพิจารณานโยบายเศรษฐกิจของฝ่ายบริหารแต่ละชุด กลับหาความแตกต่างในหลักการสำคัญไม่พบ เนื่องจากต่างมุ่งกระโจนขึ้นรถไฟขบวนโลกาภิวัตน์ที่มีเงินลงทุนจากต่างชาติและการส่งออกเป็นพลังขับเคลื่อนหลักเหมือนกัน และแม้ทุกพรรคในปัจจุบันจะมีประชานิยมบรรจุอยู่ในนโยบาย แต่กลับไม่สอดคล้องกับนโยบายหลักทางเศรษฐกิจของตน จนประชานิยมมีสภาพเป็นเพียงเครื่องมือทางการเมืองโดยไม่ได้อ้างรากฐานหรือปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางเศรษฐกิจใหม่แต่อย่างใด อาจกล่าวสั้นๆ ได้ว่า แรงเหวี่ยงเชิงบวกจากวิกฤตปี พ.ศ. 2540 ได้อ่อนแรงไปเสียแล้ว

หลายคน โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ที่อยู่ห่างจากสภาวะเหลืองแดงสักหน่อย อดที่จะสงสัยไม่ได้ว่า แม้ความแตกต่างทางการเมืองจะปรากฏ

ชัด แต่ความขัดแย้งในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมาสามารถพัฒนาให้แหลมคมถึงระดับนี้โดยแทบไม่มีมิติทางเศรษฐกิจได้อย่างไร

จริงอยู่ที่ความขัดแย้งในปัจจุบันมีต้นตอส่วนหนึ่งมาจากความไม่เท่าเทียมและไม่เป็นธรรม ซึ่งเป็นผลผลิตจากการบริหารประเทศของชนชั้นนำไทยในหลายยุคหลายสมัยที่ผ่านมา การต่อสู้ของฝ่ายหนึ่งจึงเปรียบเสมือนความพยายามที่จะปลดแอกประชาชนออกจากระบบเดิม โดยหวังว่าจะนำไปสู่ชีวิตและสวัสดิการของคนส่วนใหญ่ที่ดีกว่าเก่า แต่คำถามสำคัญอยู่ที่ว่า การเปลี่ยนผู้บริหารประเทศหรือแม้แต่การแก้ไขรัฐธรรมนูญตามที่มีการเสนอกัน จะหมายถึงการเปลี่ยนผ่านไปสู่ระบบเศรษฐกิจที่มีประชาชนเป็นศูนย์กลางและเป็นเป้าหมายสูงสุด (โดยทุนต่างชาติและตลาดต่างประเทศเป็นเพียงปัจจัยประกอบเท่านั้น) จริงหรือประวัติศาสตร์ช่วงไม่กี่สิบปีน่าจะบอกได้ชัดเจน ขณะที่ฝ่ายหนึ่งไล่เกษตรกรให้ไปเปลี่ยนอาชีพจากนโยบายเปิดเสรีทางการค้าของตน อีกฝ่ายก็เมินเฉยต่อความทุกข์ร้อนของชาวบ้านแถบเขตนิคมอุตสาหกรรม เพราะกลัวจะกระทบกับความมั่นใจของนายทุนต่างชาติ ดังนั้นความหวังที่จะเห็นนายกฯ เสือแดงส่งเสริมให้คนจนเข้มแข็งจริงได้ ก็มีความเป็นไปได้ อยู่ในระนาบเดียวกับความเชื่อที่ว่าสถาบันภายใต้ระบบเดิมๆ ของสังคมไทยจะสามารถโอปป้าคนยากไร้ให้พ้นทุกข์ได้จริง กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ เศรษฐกิจกระแสหลักได้สถาปนาตนเองจนสามารถครอบเหนี่ยวความแตกต่างหรือเจตสีทางการเมืองในปัจจุบัน

ตรงนี้เป็นจุดที่น่ากลัว หากเราเชื่อว่าเศรษฐกิจเสรีนิยม (ซึ่งมุ่งเน้นความมั่งคั่งส่วนบุคคล และอ้างว่าผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจ จะค่อยๆ ไหลรินลงสู่ประชาชนเบื้องล่างอย่างอัตโนมัติ) เป็นที่มาสำคัญของความไม่เท่าเทียมและไม่เป็นธรรมทางเศรษฐกิจ ความอัปยศวิสัยทัศนไม่ว่าของฝ่ายไหน รวมทั้งความคับแค้นของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ ยิ่งจะทำให้เราไม่สามารถหลุดพ้นบ่วงของความขัดแย้งและรุนแรงได้ สังคมไทยได้กลายเป็นสังคมที่ไม่มีทางเลือก โจทย์

ปรนัยกลับมีคำตอบเดียวให้เลือก และเป็นคำตอบที่ไม่สามารถตอบปัญหาเรื่องความไม่เป็นธรรมได้

ภายใต้บริบทสังคมเช่นนี้ งานศึกษา สืบสวน และค้นคิดแนวนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกจึงเป็นสิ่งที่มีความหมายยิ่ง หน้าที่พื้นฐานที่สุดคงจะเป็นการให้ผู้คนได้รับรู้ว่ายังมีความหวัง ยังมีวิถีทางในการบริหารจัดการเศรษฐกิจอันต่างไปจากที่ได้ยินมาจากห้องเรียนหรืออ่านพบในสื่อกระแสหลัก และทางเลือกที่ว่าได้ถูกปฏิบัติใช้จริงแล้วในหลายประเทศ ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดสวัสดิการประชาชนเป็นเป้าหมายหลักของรัฐ หรือการพัฒนาที่นำองค์รวมของมนุษย์และธรรมชาติเข้ามาคิดคำนวณโดยให้ความมีสุขของประชาชนเป็นดัชนีชี้วัดสำคัญ เป็นต้น

คงเป็นการยากที่จะคาดเดาว่าความสนใจและการค้นคว้าในประเด็นเศรษฐกิจทางเลือกจะมีมากขึ้นหรือปรับเปลี่ยนไปอย่างไร แต่ผมเชื่อว่าหนังสือชุด “เศรษฐกิจทางเลือก” ทั้ง 3 เล่ม จะมีส่วนช่วยสร้างความใส่ใจของทั้งนักวิชาการและผู้สนใจทั่วไป จนนำไปสู่การถกเถียงแลกเปลี่ยนที่กว้างขวางขึ้นเพื่อเพิ่มตัวเลือกคำตอบให้กับโจทย์ของสังคมไทย และคงไม่เกินเลยไปนักหากจะหวังว่า การขับเคลื่อนทางการเมืองในระยะต่อจากนี้ จะดำเนินไปพร้อมกับการพัฒนาอุดมการณ์ทางเศรษฐกิจ หรืออย่างน้อยก็มีรูปธรรมทางนโยบายเศรษฐกิจที่มีความแตกต่างกันให้เป็นตัวเลือกบ้าง

จักรชัย โฉมทองดี

กลุ่มศึกษาข้อตกลงเขตการค้าเสรี

ภาคประชาชน (FTA Watch)

12 มีนาคม พ.ศ. 2553



สารบัญ

ภาคที่ 1: บทนำ	20
1. 'สถาบัน' ในกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ	21
2. อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่	26
3. พันธกิจจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่	36
ภาคที่ 2: พันธกิจจากนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ	40
4. วิวาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ	42
4.1 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ 'ใน' โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	44
4.2 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ 'นอก' โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	48
5. วิวาทะว่าด้วยการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) โดยบริษัทข้ามชาติ (MNCs)	
5.1 FDI 'ใน' โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	68
5.2 FDI 'นอก' โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	70
6. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ	
6.1 ปรัชญาและเหตุผล	76
6.2 นิยามของมาตรการ	82
6.3 ประเภทของมาตรการ	83
6.4 ประโยชน์และต้นทุนของมาตรการ	87

7. กรณีศึกษา: มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า ของประเทศชิลี	94
7.1 ภูมิหลัง	95
7.2 วัตถุประสงค์	97
7.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ	99
7.4 ผลของมาตรการ	113
8. กรณีศึกษา: มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก ของประเทศมาเลเซีย	126
8.1 ภูมิหลัง	127
8.2 วัตถุประสงค์	131
8.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ	131
8.4 ผลของมาตรการ	143
9. บทสรุป	156
บรรณานุกรม	166

สารบัญ ตาราง

ตารางที่ 4.1 การลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกาในภูมิภาคต่างๆ (2002)	65
ตารางที่ 4.2 เงินลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกา แยกตามกลุ่มประเทศ ต่างระดับรายได้ (2000)	66
ตารางที่ 7.1 พัฒนาการของมาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ ของประเทศชิลี และเหตุผลของการปรับเปลี่ยน	100
ตารางที่ 7.2 สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของชิลี ณ เดือนเมษายน 1999	104
ตารางที่ 7.3 รายได้จากมาตรการกันสำรองของชิลี	107
ตารางที่ 7.4 ต้นทุนของมาตรการกันสำรองของชิลี (1991-1997)	108
ตารางที่ 7.5 การปรับค่าเงินอ้างอิงทางการของชิลี (1984-1997)	110
ตารางที่ 7.6 การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของชิลี (1984-1999)	111
ตารางที่ 7.7 ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของชิลี (1961-1997)	113
ตารางที่ 7.8 สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสู่ชิลีต่อ GDP ของชิลี ในแต่ละช่วงเวลา	120
ตารางที่ 8.1 ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของมาเลเซีย (1990-1998)	130
ตารางที่ 8.2 พัฒนาการของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก ของมาเลเซีย	138
ตารางที่ 8.3 สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของมาเลเซีย ณ วันที่ 1 เมษายน 2004	141

สารบัญ แผนภาพ

แผนภาพที่ 1.1 ผลของปัจจัยเชิงสถาบันต่อพฤติกรรมและผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ	21
แผนภาพที่ 7.1 ประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรอง (1991-1998)	106
แผนภาพที่ 7.2 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของชิลี (1985-1997)	115
แผนภาพที่ 7.3 เงินไหลเข้าสู่ชิลีและองค์ประกอบที่สำคัญของชิลี (1983-1996)	121
แผนภาพที่ 8.1 กระแสเงินทุนสุทธิในสินทรัพย์ของมาเลเซีย (1997-2000)	144
แผนภาพที่ 8.2 กระแสเงินทุนสุทธิของมาเลเซีย แยกตามประเภท (1990-2002)	145
แผนภาพที่ 8.3 การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของมาเลเซีย (1995-2002)	147
แผนภาพที่ 8.4 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซีย (ม.ย. 1998 ถึง พ.ค. 1999)	151

[ภาคที่ 1]

[บทนำ]

1

‘สถาบัน’

ในกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ

โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ (Economic Globalization) เป็นปรากฏการณ์สำคัญของโลกยุคปัจจุบัน และส่งผลกระทบมหาศาลในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นมิติทางเศรษฐกิจ การเมือง สังคม วัฒนธรรม และเทคโนโลยี ทั้งในระดับปัจเจกบุคคล ประเทศ ภูมิภาค และโลก

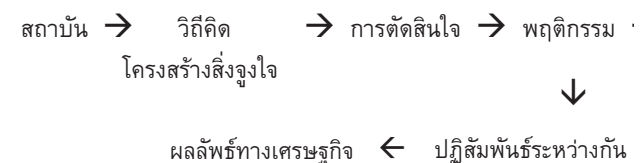
ลักษณะของโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจคือ การที่เศรษฐกิจของแต่ละประเทศมีปฏิสัมพันธ์เชื่อมโยงกันอย่างแยกไม่ออก ฟุ้งฟิงกัน และกันสูง และต่างหลอมรวมเศรษฐกิจตนเข้าเป็นหนึ่งเดียวกับเศรษฐกิจโลก ทั้งในแง่การค้า การลงทุน การเงิน แรงงาน เทคโนโลยี และวัฒนธรรมโลกเข้าใกล้ความเป็นเศรษฐกิจหนึ่งเดียวกัน (One Economy) มากขึ้นเรื่อยๆ อุปสรรคและการกีดกันทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มลดต่ำลง การดำเนินธุรกรรมทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศเป็นไปโดยเสรี สะดวก รวดเร็ว กว้างขวางทั่วโลก มีลักษณะข้ามชาติ (Transnationalism) และเป็นไปตามเวลาจริง (Real time) โดยมีพัฒนาการของเครือข่ายเทคโนโลยีสารสนเทศเป็นปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ

กล่าวโดยสรุป เศรษฐกิจโลก (Global Economy) นั้นมีลักษณะใกล้เคียงกับระบบเศรษฐกิจเดี่ยวที่มีปฏิสัมพันธ์เชื่อมโยงกันภายใน หรือที่เรียกว่า Single Interdependent System

ที่สำคัญ ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจทำให้เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ เสมือนต้องอยู่ภายใต้ ‘กฎกติกา’ เดียวกัน ทั้งภายใต้กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น ความตกลงระหว่างประเทศ กฎหมายระหว่างประเทศ และภายใต้กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น แนวคิดในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ อุดมการณ์หลักทางเศรษฐกิจ กฎกติกาเหล่านี้ล้วนมีผลต่อการกำกับพฤติกรรมทางเศรษฐกิจของปัจเจกบุคคล กลุ่มผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจ รัฐบาล กลุ่มความร่วมมือทางเศรษฐกิจในระดับภูมิภาค และองค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ

โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจได้ทำให้หน่วยเศรษฐกิจ (Economic Subject) แต่ละระดับเหล่านั้น มีวิถีคิด (Mode of Thought) คล้ายคลึงกันมากขึ้นเรื่อยๆ รวมถึงเผชิญโครงสร้างสิ่งจูงใจ (Incentive Structure) คล้ายคลึงกัน จนทำให้การตัดสินใจ (Decision Making) พฤติกรรม (Behavior) และผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Performance) เป็นไปในแนวเดียวกัน เพราะต่างตกอยู่ภายใต้ปัจจัยเชิง ‘สถาบัน’ ดังเช่นระเบียบเศรษฐกิจระหว่างประเทศ อุดมการณ์ แนวคิด และค่านิยมส่วนรวม (Norm) ทางเศรษฐกิจ ที่เป็นมาตรฐานเดียวกันทั่วทั้งโลก

แผนภาพที่ 1.1 ผลของปัจจัยเชิงสถาบันต่อพฤติกรรมและผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ



นักเศรษฐศาสตร์สถาบันสนใจศึกษาว่า ปัจจัยเชิงสถาบัน (Institutional Factors) ส่งผลต่อพฤติกรรมทางเศรษฐกิจของหน่วยเศรษฐกิจในระดับต่างๆ อย่างไร และหลังจากหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ มีปฏิสัมพันธ์ร่วมกันแล้ว จะนำมาซึ่งผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Outcome หรือ Economic Performance) อย่างไร

ทั้งนี้ คำว่า ‘สถาบัน’ ในมุมมองของเศรษฐศาสตร์สถาบัน มิได้
กินความแคบเพียง ‘องค์กร’ (Organizations) ดังเช่น กองทุนการเงิน
ระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) ธนาคารโลก
(World Bank) องค์กรการค้าโลก (World Trade Organization: WTO)
เพียงเท่านั้น หากยังหมายรวมถึง ‘กฎกติกา’ (Rules of the Game)
อีกด้วย¹

‘กฎกติกา’ ในทางเศรษฐศาสตร์สถาบัน หมายถึง โครงสร้างทาง
สังคม (Social Structures) หรือระบบของกติกาทางสังคม (Social
Rules) ที่มีความยั่งยืนถาวรและส่งผลกระทบต่อปฏิสัมพันธ์ทางสังคม (Social
Interactions) ทั้งในแง่การจัดโครงสร้างและการจัดวางความสัมพันธ์
(Structure) การสร้างข้อจำกัดและตีกรอบ (Constrain) และการหนุนส่ง
สนับสนุน (Enable) พฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจและปฏิสัมพันธ์
ระหว่างหน่วยเศรษฐกิจ

‘กฎกติกา’ ในทางเศรษฐศาสตร์สถาบัน แบ่งออกเป็น 2 ประเภท
หลัก ได้แก่

(1) กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษรและมีความเป็นทางการ
(Written/Formal Rules) เช่น กฎหมาย ความตกลง และพันธสัญญา
ระหว่างประเทศ เป็นต้น

(2) กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษรและไม่เป็นทางการ
(Unwritten/Informal Rules) เช่น อุดมการณ์หลัก วัฒนธรรม ค่านิยม
ส่วนรวม วิธีประวัติศาสตร์ เป็นต้น

‘อุดมการณ์’ (Ideology) เป็นกฎกติกาที่ไม่ได้ถูกเขียนไว้เป็น
ลายลักษณ์อักษร แต่มีอิทธิพลต่อวิถีคิดของผู้คน ซึ่งจะมีผลต่อเนื้อ
ไปกำหนดพฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจและปฏิสัมพันธ์ระหว่างหน่วย
เศรษฐกิจด้วย

¹ รายละเอียดเกี่ยวกับ ระเบียบวิธี (Methodology) และทฤษฎี (Theory) ของสาขาวิชา
เศรษฐศาสตร์สถาบัน โปรดดู Bowles (2004) และ Hodgson (2006) เป็นต้น

ดังนั้น ‘อุดมการณ์’ ซึ่งเป็นที่ยอมรับกันทั่วไปอย่างสากล จึงทำ
หน้าที่ไม่แตกต่างไปจากกฎกติกาทางกติกานั้นที่บันทึกไว้เป็นลายลักษณ์
อักษร ซ้ำยังอาจจะเข้มแข็ง หนักแน่น และมีพลังอำนาจมากกว่าเสียอีก
เพราะกฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษรอาจถูกฉีกหรือเปลี่ยนแปลงได้ง่าย
แต่กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งสังคมส่วนใหญ่ยอมรับร่วมกัน
ถูกฉีกไม่ได้ และเปลี่ยนแปลงได้ยาก เพราะหยั่งรากลึกกลงไปถึงระดับ
วัฒนธรรม ค่านิยม และความเชื่อของสังคม เช่นนี้แล้ว การเปลี่ยนแปลง
กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร ดังเช่น อุดมการณ์ จึงต้องใช้เวลา
ในการเปลี่ยนแปลง เรียนรู้ และวิวัฒน์ ผ่านวิถีแห่งประวัติศาสตร์

ควรกล่าวด้วยว่า กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น
อุดมการณ์ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงกฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษร
อุดมการณ์สากลที่ผู้คนนิยมเชื่อถืออย่างกว้างขวางนั้นมีพลังผลักดันให้
สังคมบันทึกอุดมการณ์ดังกล่าวไว้เป็นลายลักษณ์อักษรอย่างเป็นทางการ
หากมีอุดมการณ์ใหม่แพร่หลายและเติบโตจนเป็นที่ยอมรับกันทั่ว
กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษรอาจเปลี่ยนแปลงไปตามอุดมการณ์นั้น
หรือในทางกลับกัน กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น กฎหมาย
อาจส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงเชิงอุดมการณ์ได้ด้วยเช่นกัน หาก
สามารถบังคับใช้อย่างมีประสิทธิภาพ จนสามารถเปลี่ยนแปลงความเชื่อ
ค่านิยม และพฤติกรรมเดิมของหน่วยเศรษฐกิจได้จริงตามประสงค์แห่ง
กฎหมาย

ด้วยกรอบการวิเคราะห์แบบเศรษฐศาสตร์สถาบันดังที่ได้กล่าว
มาพอสังเขป ทุก ‘ปรากฏการณ์’ หรือ ‘ระบบ’ ที่ผุดบังเกิดขึ้นในโลก
จึงมิได้เกิดขึ้นลอยๆ อย่างบริสุทธิ์ผุดผ่องและเป็นกลางโดยไร้รากไร้ที่มา
หากแต่ทุก ‘ปรากฏการณ์’ หรือ ‘ระบบ’ ล้วนมี ‘อุดมการณ์’ แฝงอยู่
เบื้องหลัง และคอยทำหน้าที่ค้ำยันสร้างความชอบธรรมและหนุนสร้าง
ความเข้มแข็งให้แก่ตัว ‘ปรากฏการณ์’ หรือ ‘ระบบ’ นั้น ครั้นเมื่อ
‘อุดมการณ์’ เบื้องหลังดังกล่าวแพร่กระจาย เต็มใหญ่ และเข้าครอบครอง

ความคิดและจิตใจของผู้คนในวงกว้างมากขึ้นเรื่อยๆ แล้ว ก็ก็จะกลายเป็น
อุดมการณ์หลักที่เป็นสากลในที่สุด

‘โลกาภิวัตน์’ และ ‘โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ’ จึงไม่ได้เป็นแค่
‘ปรากฏการณ์’ ที่เกิดขึ้นโดยธรรมชาติ (Natural) ซึ่งผุดบังเกิดขึ้นด้วย
ตนเอง และมีความเป็นกลางในตัวของมันเอง (Neutral) หรือเป็นผลลัพธ์
จากพฤติกรรมหรือปฏิสัมพันธ์ของหน่วยเศรษฐกิจย่อยๆ อย่างมีอาจ
บังคับและควบคุมทิศทางได้ (Emerging Events) เพียงเท่านั้น แต่
ในปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ มี ‘อุดมการณ์’ ทำงานอยู่
เบื้องหลังด้วย

ทั้งนี้ ‘อุดมการณ์’ เบื้องหลังมีส่วนค้ำยัน สร้างความชอบธรรม
และหนุนเสริมให้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจคงอยู่ ขยายตัว
และเข้มแข็งขึ้น ในขณะที่เดียวกัน ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ
ที่เข้มแข็งขึ้นก็มีส่วนหนุนเสริมให้ ‘อุดมการณ์’ ดังกล่าวเข้มแข็งขึ้นตาม
ไปด้วย การส่งผลกระทบระหว่างกันนี้ในลักษณะ Dialectic Determinism
เช่นนี้² จะดำเนินเรื่อยไปไม่หยุดนิ่ง และทำให้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์
ทางเศรษฐกิจและ ‘อุดมการณ์’ ดังกล่าวเข้มแข็ง ขยายตัว เป็นที่ยอมรับ
และส่งอิทธิพลเหนือหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ในสังคมเศรษฐกิจโลกมากขึ้น
โดยลำดับ

ความสัมพันธ์ระหว่างปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ
และ ‘อุดมการณ์’ เป็นแกนหลักที่ต้องทำความเข้าใจ หากต้องการศึกษา
วิเคราะห์สภาพความเป็นจริงทางเศรษฐกิจและแก่นเนื้อหา (Essence)
ของสังคมเศรษฐกิจโลกตั้ง ‘ที่เป็นอยู่’ ในปัจจุบัน รวมถึงการศึกษา ‘ที่มา’
(จากอดีต) และ ‘ที่ไป’ (สู่อนาคต) ของสังคมเศรษฐกิจโลก เนื่องจาก
ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นพื้นฐานที่ส่งผลกระทบต่อวิถีการผลิต (Mode

² Dialectic Determinism คือความสัมพันธ์ในลักษณะที่ X เป็นเหตุซึ่งส่งผลกระทบต่อ Y
และ Y ส่งผลกระทบย้อนกลับต่อ X โดยที่ผลของ X ต่อ Y เป็นพลังกำหนดหลัก ส่วนผล
ย้อนกลับของ Y ต่อ X เป็นพลังกำหนดรอง ปฏิสัมพันธ์ดังกล่าวจะดำเนินเรื่อยไปไม่หยุดนิ่ง
จึงสร้างการเปลี่ยนแปลงภายในตัวระบบแบบไม่สิ้นสุด

of Production) ของสังคมเศรษฐกิจโลก ทั้งในแง่พลังการผลิต (Forces
of Production) และรูปแบบความสัมพันธ์ทางสังคมและเศรษฐกิจของ
หน่วยเศรษฐกิจ (Social Relations of Production)

วิถีการผลิตจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างส่วนบน (Superstructure)
ของสังคมเศรษฐกิจโลก เช่น ระบบกฎหมาย ระบบความเชื่อ ระบบ
การเมืองการปกครอง ระบบการศึกษา ระบบการกล่อมเกลาและผลิต
สร้างคนสู่สังคม (Socialization) อีกต่อหนึ่ง ทั้งนี้ ความสัมพันธ์ที่กล่าวถึง
ทั้งหมดล้วนมีลักษณะ Dialectic Determinism ทั้งสิ้น

คำถามสำคัญก็คือ ‘อุดมการณ์’ ที่ทำงานอยู่ในปรากฏการณ์
โลกาภิวัตน์คืออะไร? มีแก่นเนื้อหาอย่างไร?

คำตอบก็คือ ‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ (Neoliberalism)
ดังจะได้อธิบายในส่วนต่อไป³

³ งานเขียนชิ้นนี้ไม่ได้มุ่งตอบคำถามว่า ‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ มี ‘ที่มา’ จากไหน และมี
‘พัฒนาการ’ จากอดีตถึงปัจจุบันอย่างไร คำตอบต่อประเด็นคำถามดังกล่าว โปรดดู
Harvey (2005) และ Osterhammel and Petersson (2005) เป็นต้น

2 ^๕อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่

‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ (Neoliberalism) คืออุดมการณ์ที่อยู่เบื้องหลังปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ ในฐานะเป็นปัจจัยค้ำยันความชอบธรรมและหนุนส่งเพิ่มระดับความเป็นโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ รวมทั้งส่งผลต่อการตัดสินใจทางเศรษฐกิจของหน่วยเศรษฐกิจในระดับต่างๆ การผลิตสร้างนักเศรษฐศาสตร์และผู้กำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจผ่านระบบการศึกษาและระบบสื่อสารมวลชน การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลและแนวความคิดและกรอบนโยบายขององค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ โดยทำหน้าที่เป็น ‘สถาบัน’ หลัก ในการกำหนดวิถีคิดและกรอบความคิด จัดวางโครงสร้างความสัมพันธ์และโครงสร้างสิ่งจูงใจ เพื่อให้พฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ เป็นไปและสอดคล้องต้องตามปรัชญาและแก่นเนื้อหาของ ‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’

‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ เป็นชื่อที่นักวิชาการสายสังคมศาสตร์จำนวนมากใช้เรียกแนวคิดร่วมสมัยที่มีรากเหง้ามาจากอุดมการณ์เสรีนิยม (คลาสสิก) [(Classical) Liberalism] ซึ่งเชื่อมั่นในคุณค่าของระบบทุนนิยมตลาดเสรี (Free Market Capitalism) โดยที่รัฐบาลมีบทบาทในการแทรกแซงระบบเศรษฐกิจน้อยที่สุด ภายใต้แนวคิดดังกล่าว ตลาดเสรีเป็นกลไกจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพที่สุด รัฐบาลไม่ควร

เข้าไปบิดเบือนกลไกตลาด เช่น กำหนดราคาขั้นสูงหรือราคาขั้นต่ำ แต่ควรปล่อยให้ตลาดทำหน้าที่เอง โดยมีข้อจำกัดและอุปสรรคกีดขวางในระบบให้น้อยที่สุด เช่น ไม่มีการกำหนดโควตาการผลิต ไม่มีการเก็บภาษีสินค้าขาเข้า ไม่มีการกีดกันการค้าและการลงทุนจากต่างประเทศ เป็นต้น ทั้งนี้เพราะการที่รัฐเข้าแทรกแซงกลไกตลาดจะทำให้สวัสดิการทางเศรษฐกิจ (Economic Welfare) ของสังคมส่วนรวมลดลง

ข้อสมมติพื้นฐานของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก หรือเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิก ซึ่งเป็น ‘ตัวแสดง’ ของอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ และเป็นพื้นฐานของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ คือปัจเจกบุคคลมีความเป็น ‘สัตว์เศรษฐกิจ’ (Homo Economicus) มีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์อย่างสมบูรณ์ (Economic Rationality) กล่าวคือปัจเจกบุคคลตัดสินใจเลือกโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดส่วนตนเป็นสภาวะภายใต้ข้อจำกัดที่ตนเผชิญ (Optimization under Constraints) เช่น พฤติกรรมของผู้บริโภคมีเป้าหมายเพื่อแสวงหาความพึงพอใจสูงสุดภายใต้งบประมาณที่มีจำกัด (Utility Maximization) พฤติกรรมของผู้ผลิตมีเป้าหมายเพื่อแสวงหากำไรสูงสุดภายใต้เงินทุนที่มีจำกัด (Profit Maximization) เป็นต้น ทั้งนี้ ปัจเจกบุคคลตอบสนองต่อสิ่งจูงใจ (Incentives) ตระหนักรู้ลักษณะความพึงพอใจ (Preferences) และสามารถจัดเรียงลำดับความพึงพอใจของตนได้อย่างคงเส้นคงวา

ฐานสำคัญของระบบทุนนิยมตลาดเสรีจึงอยู่ที่ความเชื่อมั่นในการตัดสินใจเลือกอย่างเสรีของปัจเจกบุคคล หากแต่แต่ละคนมีพฤติกรรมในทางที่ทำให้ตนได้ประโยชน์สูงสุด สังคมส่วนรวม ซึ่งหมายถึงปัจเจกบุคคลแต่ละคนบวกรวมกัน ก็จะได้ประโยชน์สูงสุดตามไปด้วย เสมือนหนึ่งมี ‘มือที่มองไม่เห็น’ (Invisible Hands) นำพาเศรษฐกิจไปสู่ระดับสวัสดิการทางเศรษฐกิจส่วนรวมสูงสุด โดยไม่จำเป็นต้องมี ‘บุคคลที่สาม’ มาทำหน้าที่กำหนดว่า ใครจะผลิตอะไร ผลิตอย่างไร ผลิตเท่าไร และจัดสรรผลผลิตที่ได้อย่างไร

ทั้งนี้ การแสวงหาประโยชน์สูงสุดของแต่ละคนจะถูกถ่วงดุลซึ่งกันและกันจากสภาพการแข่งขันเสรีในตลาด จนได้ดุลยภาพ (Equilibrium) ที่ต่างฝ่ายต่างได้ประโยชน์จากการแลกเปลี่ยน (หรืออย่างน้อยไม่แย่งไปกว่าการไม่แลกเปลี่ยน) เช่น ผู้ผลิตไม่สามารถตั้งราคาสูงลิ่วได้ดังใจตนต้องการ เพราะผู้บริโภคจะหันไปซื้อสินค้าจากผู้ผลิตรายอื่นแทน ดังนั้น ราคาดุลยภาพที่ซื้อขายกันในตลาด จึงเป็นราคาที่ผู้ผลิตและผู้บริโภคต่างได้รับประโยชน์หรือส่วนเกิน (Surplus) จากการแลกเปลี่ยน นั่นคือ ผู้บริโภคซื้อสินค้าในราคาที่ต่ำกว่าหรือเท่ากับราคาสูงสุดที่ยินดีซื้อเสมอ และผู้ผลิตขายสินค้าในราคาที่สูงกว่าหรือเท่ากับราคาต่ำสุดที่ยินดีขายเสมอ มิเช่นนั้นการแลกเปลี่ยนอย่างสมัครใจจึงไม่เกิดขึ้น ด้วยตรรกะเช่นนี้ การแลกเปลี่ยนอย่างสมัครใจในระบบตลาดจึงไม่มีทางทำให้สวัสดิการทางเศรษฐกิจของสังคมส่วนรวมแย่งลง¹

อีกฐานหนึ่งของระบบทุนนิยมตลาดเสรีอยู่ที่ความเชื่อมั่นต่อกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินส่วนบุคคล (Private Property Rights) การที่ปัจเจกชนมีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินส่วนบุคคล สามารถสะสมทรัพย์สิน ใช้ประโยชน์และแสวงหารายได้จากทรัพย์สิน และซื้อขายเปลี่ยนมือทรัพย์สินได้ ย่อมสร้างแรงจูงใจให้คนทำงานหนักเพื่อยกระดับฐานะทางเศรษฐกิจ และผลิตคิดค้นนวัตกรรมใหม่ ซึ่งเป็นพื้นฐานสำคัญของการเสริมสร้างความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจและการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

¹ แม้ว่าสวัสดิการทางเศรษฐกิจของสังคมส่วนรวมจะไม่ลดลงจากการแลกเปลี่ยนอย่างสมัครใจในระบบตลาดเสรีก็ตาม แต่อย่าลืมว่า สถานการณ์ที่มีคนหนึ่งได้ประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นจากการแลกเปลี่ยนไปทั้งหมดคนเดียว โดยที่คนอื่นไม่ได้ประโยชน์เพิ่มขึ้นเลย ก็เป็นกรณีหนึ่งที่เป็นไปได้เช่นเดียวกัน ดังนั้น ภายใต้ตรรกะดังกล่าว แม้ระบบตลาดเสรีจะนำมาซึ่งประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร (Efficient Allocation) แต่มีอาจนำพาความเป็นธรรมในการแบ่งสรรผลได้ที่เกิดขึ้น (Equitable Distribution)

ประเด็นดังกล่าวสอดคล้องกับหลักคิดที่ Sen (2002) ใช้ประเมินคุณค่าของ 'โลกาภิวัตน์' กล่าวคือ ประเด็นสำคัญไม่ได้อยู่ที่โลกาภิวัตน์ก่อประโยชน์สุทธิหรือไม่ หรือคนจนมีสวัสดิการทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นหรือไม่ แต่อยู่ที่มีการจัดสรรโอกาสและผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่ได้จากโลกาภิวัตน์อย่างเป็นธรรม เท่าเทียม และทั่วถึงเพียงใดต่างหาก

กล่าวโดยสรุป อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่มีฐานรากอยู่ที่ระบบตลาดเสรี การตัดสินใจของปัจเจกบุคคล และกรรมสิทธิ์ส่วนบุคคล อีกทั้งให้ความสำคัญกับ 'ประสิทธิภาพ' ในกระบวนการผลิตและการแลกเปลี่ยนเหนือกว่า 'ความเท่าเทียม' ในกระบวนการแบ่งสรร และให้คุณค่ากับ 'การแข่งขัน' (Competition) เหนือกว่า 'การสร้างความร่วมมือ' (Coordination) ในฐานะเป็นบันไดไต่สู่ระดับสวัสดิการทางเศรษฐกิจส่วนรวมที่สูงขึ้น โดยเชื่อมั่นว่า แรงกดดันจากการแข่งขันในระบบตลาดเป็นสิ่งจูงใจให้ปัจเจกบุคคลต้องยกระดับตนเอง ให้ภาคธุรกิจต้องพัฒนาผลผลิต และให้ประเทศต้องสะสมทุนและพัฒนาเศรษฐกิจ เพื่อรักษาขีดความสามารถในการแข่งขัน (Competitiveness) ของตนให้มีชีวิตรอดในเกมของระบบทุนนิยมตลาดเสรี

'อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่' เป็นฐานเชิงอุดมการณ์ที่ผลิตสร้างชุดนโยบายเศรษฐกิจที่เรียกกันว่า 'นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่' (Neoliberal Economic Policy) หรือ 'ฉันทมติแห่งวอชิงตัน' (Washington Consensus) ซึ่งเป็นชุดนโยบายเศรษฐกิจหลักของผู้กำหนดนโยบายเศรษฐกิจต่างๆ ทั่วโลกภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ และเป็นกรอบความคิดเชิงนโยบายของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ ซึ่งมีพื้นฐานการศึกษาทางเศรษฐศาสตร์กระแสหลักหรือเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิก

'ฉันทมติแห่งวอชิงตัน' เป็นศัพท์ที่จอห์น วิลเลียมสัน (John Williamson) ใช้เรียกชุดของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ซึ่งวิวัฒน์จนกลายเป็นข้อเสนอเชิงนโยบายหลักที่องค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ เช่น กองทุนการเงินระหว่างประเทศ ธนาคารโลก เสนอต่อประเทศกำลังพัฒนา ทั้งในรูปของคำแนะนำ การใช้เป็นเกณฑ์ประเมินผลงานด้านเศรษฐกิจ และการเป็นเงื่อนไขประกอบการขอกู้ยืมเงิน (Loan Conditionalities) เพื่อปรับโครงสร้างเศรษฐกิจหรือเพื่อเสริมฐานะทุนสำรองระหว่างประเทศในช่วงวิกฤตการณ์การเงิน เป็นต้น

องค์กรเหล่านี้มีสำนักงานใหญ่อยู่ที่กรุงวอชิงตัน ดี.ซี. ประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นประเทศที่มุ่งผลักดันข้อเสนอเชิงนโยบายดังกล่าว

และเป็นเจ้าของคะแนนเสียงจำนวนมากในธนาคารโลกและกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ในระดับที่สามารถกำกับทิศทางได้ เพราะกติกากองทุนระหว่างประเทศในองค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจเหล่านั้นไม่ได้ยึดหลัก ‘หนึ่งประเทศ หนึ่งเสียง’ หากแต่คะแนนเสียงของแต่ละประเทศมีสัดส่วนตามเงินทุนสนับสนุนที่ประเทศนั้นมอบให้องค์กร² นอกจากนี้ ประเทศสหรัฐอเมริกายังเป็นฐานที่ตั้งสำคัญของสถาบันการศึกษาเศรษฐศาสตร์กระแสหลักหลายแห่ง ซึ่งมีส่วนผลิตสร้างฐานคิดและเนื้อหาของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ และผลิตสร้างนักเศรษฐศาสตร์ที่สมาทานอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่³

ชุดของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ประกอบด้วยนโยบายเศรษฐกิจหลักดังต่อไปนี้

(1) *การเปิดเสรีทางเศรษฐกิจ (Economic Liberalization)* โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเสรีการค้า การเงิน และการลงทุน เพื่อให้กลไกตลาดทำงานได้อย่างเสรีและมีประสิทธิภาพ โดยไม่มีอุปสรรคกีดขวางการไหลเวียนของการค้า การเงิน และการลงทุนระหว่างประเทศ

(2) *การลด-ละ-เลิกการกำกับและควบคุมโดยรัฐ (Deregulation)* รัฐลด-ละ-เลิกการแทรกแซงตลาด จำกัดบทบาทของรัฐเหลือเพียงเป็นผู้ออกกฎกติกาและคุ้มครองดูแลรักษากฎกติกา ซึ่งไม่ขัดขวางการทำงานของตลาดและบั่นทอนเสรีภาพทางเศรษฐกิจของภาคเอกชน รวมถึงอำนวยความสะดวกและส่งเสริมบทบาทของภาคเอกชน

(3) *การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (Privatization)* หรือการเพิ่มระดับความเป็นเจ้าของโดยเอกชนในสมบัติของสาธารณะ เช่น การให้บริษัท

² กระทั่งรูดี ดอร์นบุช (Rudi Dornbusch) แห่ง MIT ยังเคยสรุปความสัมพันธ์ระหว่างกองทุนการเงินระหว่างประเทศกับรัฐบาลแห่งสหรัฐอเมริกาไว้ว่า กองทุนการเงินระหว่างประเทศเป็นของเล่นของสหรัฐอเมริกาในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจภายนอกประเทศ อ้างอิงจากบทสัมภาษณ์โจเซฟ สติกลิตซ์ (Joseph Stiglitz) ใน *Left Business Observer* # 102, September 2002. <http://www.leftbusinessobserver.com/Stiglitz.html>

³ โปรตุเกส Colander (2005) เป็นต้น

เอกชนเข้ามาประกอบกิจการที่รัฐวิสาหกิจเคยทำ การกระจายหุ้นของรัฐวิสาหกิจเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ การยกเลิกการผูกขาดของรัฐวิสาหกิจแล้วเปิดโอกาสให้เกิดการแข่งขันกับบริษัทเอกชน เป็นต้น ทั้งนี้ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจเป็นความพยายามที่จะลดภาระของรัฐ เช่น ลดภาระด้านงบประมาณ ลดขนาดของภาครัฐให้เล็กลง โดยผลภักการให้ภาคเอกชนและตลาดเข้ามารับหน้าที่แทน ด้วยหวังว่าจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการ⁴

(4) *การรักษาเสถียรภาพของระดับราคาในระบบเศรษฐกิจ (Price Stabilization)* เป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคคือการชำระอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำและสามารถควบคุมได้ ธนาคารกลางจำนวนมากเลือกใช้นโยบายกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting Policy) โดยประกาศระดับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายในแต่ละปีอย่างเปิดเผยและโปร่งใส และใช้เครื่องมือทางการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว

นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ทั้งสี่ต่างอยู่บนฐานคิดที่เชื่อมั่นในการตัดสินใจของปัจเจกบุคคล ระบบตลาดเสรี และกรรมสิทธิ์เอกชน ซึ่งล้วนเป็นเสาหลักของระบบทุนนิยม นโยบายหลักเหล่านี้เน้นการสร้างบรรยากาศที่ส่งเสริมการค้าและการลงทุนของภาคเอกชน รวมทั้งเป็นมิตรต่อกระบวนการผลิตและการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ รัฐบาลรับบทเป็นเพียงตัวประกอบริมขอบเวที ขณะที่ภาคเอกชน ทั้งผู้ผลิตภายในประเทศ และบริษัทข้ามชาติ (Multinational Corporations: MNCs) เป็นพระเอกและผู้เล่นหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

⁴ เหตุผลที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักเชื่อว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจจะนำมาซึ่งประสิทธิภาพในการบริหารจัดการ เนื่องจากสมบัติของเอกชนมีความเป็นเจ้าของที่ชัดเจนแตกต่างจากสมบัติของรัฐ ซึ่งทุกคนเป็นเจ้าของ จึงเสมือนไม่มีเจ้าของที่แท้จริง

ภาวะดังกล่าวทำให้เกิดปัญหา ‘โศกนาฏกรรมของสมบัติสาธารณะ’ (Tragedy of the Commons) กล่าวคือ สมบัติสาธารณะซึ่งไร้ ‘เจ้าภาพ’ ในการดูแลรับผิดชอบ มักจะถูกใช้อย่างเกินความจำเป็นและเกินความเหมาะสม

ปัจจุบัน ประเทศส่วนใหญ่ในโลกล้วนดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ ภายใต้ ‘กฎเหล็ก’ ดังกล่าว และถูกประเมินความสำเร็จด้วยหลักเกณฑ์ที่ยึดโยงกับ ‘กฎเหล็ก’ แห่งเสรีนิยมใหม่ ทั้งนี้ ประเทศต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศกำลังพัฒนา ถูกกำกับทิศทางในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจอย่างเป็นทางการและไม่เป็นทางการโดยองค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ บรรษัทข้ามชาติ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) และประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ โดยมีคาถาที่ท่องไว้ในจิตใต้สำนึกว่า “หากต้องการ ‘ความเชื่อมั่น’ ของนักลงทุนต่างชาติ ต้องเปิดเสรี ลดการกำกับดูแล ลดขนาดรัฐบาล ส่งเสริมภาคเอกชน แปรรูปรัฐวิสาหกิจ และคุมเงินเพื่อให้ต่ำ แล้วเงินต่างชาติจะไหลมาเทมา เศรษฐกิจชาติจะพัฒนาเติบโต”⁵

มายาคติโดยทั่วไปก็คือ หากประเทศไม่ดำเนินนโยบายในแนวทางเสรีนิยมใหม่อย่างเต็มรูปแบบ จะประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ เงินทุนต่างชาติไม่ไหลเข้ามาลงทุน เงินทุนต่างชาติที่อยู่ในประเทศจะไหลออกไปลงทุนที่อื่น บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ ธนาคารโลกจะไม่ให้เงินกู้เพื่อปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ กองทุนการเงินระหว่างประเทศจะออกมาวิจารณ์ในทางเสียหาย ทั้งหมดนั้น เป็นการทำลายบรรยากาศอัน ‘น่าลงทุน’ ของประเทศ และทำให้กระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจหยุดชะงัก

ในด้านหนึ่ง นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่มองว่า นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่เป็นเชื้อเพลิงของการพัฒนาเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับกระบวนการไล่กวาดทางเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา เพราะการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์

⁵ โปรดดู ตัวอย่างเช่น แถลงการณ์ฉบับที่สองของคณะปฏิรูปการปกครองในระบอบประชาธิปไตยอันมีพระมหากษัตริย์ทรงเป็นประมุข (คปค.) เมื่อวันที่ 25 กันยายน พ.ศ. 2549 อ้างใน ปกป้อง จันวิทย์ (2549). “โปรดอ่านแถลงการณ์ฉบับที่สองอีกครั้งหนึ่ง,” คอลัมน์มองซ้ายมองขวา หนังสือพิมพ์ ประชาชาติธุรกิจ ฉบับวันที่ 13 พฤศจิกายน พ.ศ. 2549.

ทำให้ประเทศสามารถดึงดูดทรัพยากรจากต่างประเทศ เช่น เงินลงทุนจากต่างประเทศ มาใช้สะสมทุนในประเทศและเติมเต็มช่องว่างที่ประเทศมีเงินออมไม่เพียงพอต่อการลงทุน รวมถึงช่วยพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุน เพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมในระบบเศรษฐกิจ และช่วยสร้างงานสร้างรายได้

นอกจากนั้น เพื่อดึงดูดให้เงินทุนไหลเข้ามาลงทุน ประเทศจำเป็นต้องรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจให้เข้มแข็ง มีวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ และทักษะแรงงาน รวมทั้งปฏิรูปกฎกติกาในประเทศให้ทันสมัยและเป็นสากล นั่นคือ ประเทศจำเป็นต้องพัฒนาระดับตัวเองในทางที่ทำให้แลดู ‘น่าลงทุน’

กระนั้น ใช่ว่านโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่จะมีแต่แง่มุม

เพราะอีกด้านหนึ่ง นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกได้ตั้งคำถามต่อการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ไว้หลายประเด็น ดังตัวอย่างเบื้องต้นต่อไปนี้

ประการแรก ผลลัพธ์ที่เกิดจากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ไม่เป็นที่ไปตามทฤษฎี ตัวอย่างเช่น ข้อมูลในโลกแห่งความเป็นจริงพบว่า นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ไม่ได้ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในยุคเสรีนิยมใหม่ลดต่ำลงโดยเฉลี่ย ขณะที่ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจกว้างขวางขึ้น ทั้งระดับภายในประเทศและระดับระหว่างประเทศ

ประการที่สอง การเปิดเสรี โดยเฉพาะการเปิดเสรีการเงินและการลงทุน ได้สร้างความไร้เสถียรภาพและความผันผวนให้แก่ระบบเศรษฐกิจ จนส่งผลกระทบต่อเนื่องไปถึงภาคเศรษฐกิจจริง หลายกรณีจบลงด้วยการเกิดวิกฤตการณ์การเงิน วิกฤตการณ์เงินตรา และวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ซึ่งบั่นทอนการเติบโต ความมั่นคง และความยั่งยืนของระบบเศรษฐกิจ

ประการที่สาม นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ทำให้อำนาจ
ต่อรองของแรงงานลดลงเมื่อเทียบกับนายจ้าง แรงงานไม่สามารถ
ยกระดับคุณภาพชีวิต และไม่ได้ส่วนแบ่งที่เป็นธรรมจากกระบวนการ
แลกเปลี่ยนในตลาดแรงงาน

ประการที่สี่ ชาติมีความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบาย
เศรษฐกิจลดลง และตอบสนองเป้าหมายทางเศรษฐกิจเพื่อผู้คนภายใน
ประเทศโดยตรงได้น้อยลง เพราะถูกตีกรอบให้ดำเนินนโยบายอยู่ภายใต้
กฎเหล็กเสรีนิยมใหม่ และต้องคำนึงถึงปัจจัยภายนอกประเทศ เช่น
ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ เพิ่มมากขึ้นเหนือประโยชน์ของคน
ในประเทศ

การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกที่เป็นอิสระหรือสวนทาง
จากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่นั้น ทำได้อย่างยากลำบากในโลก
โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่มีอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ทำงานอยู่เบื้องหลัง
ต้นทุนในการทดลองดำเนินนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกอื่นเพื่อพัฒนา
เศรษฐกิจและยกระดับมาตรฐานการครองชีพของผู้คนในเศรษฐกิจ
และเพื่อป้องกันตัวเองจากความเสี่ยงด้านต่างๆ ที่มาจากโลกาภิวัตน์ทาง
เศรษฐกิจ มีราคาที่ต้องจ่ายสูงอย่างยิ่ง ท้ายที่สุด หลายประเทศต้อง
จำยอมเดินตามกติกาเศรษฐกิจโลกซึ่งถูกกำกับจากอุดมการณ์เสรีนิยม
ใหม่ อย่างมีอาจแข็งขึ้น ผืนหลังกลับมิได้

3^x พันไปจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่

การพังทลายลงของกำแพงเบอร์ลินในปี 1990 การล่มสลายของสหภาพโซเวียตในปี 1991 และการเปลี่ยนแปลงในยุโรปตะวันออกช่วงต้นทศวรรษ 1990 ส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจแบบที่เรียกกันทั่วไปว่าระบบเศรษฐกิจสังคมนิยมหรือระบบเศรษฐกิจคอมมิวนิสต์ถึงทางตัน¹ สวนทางกับนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ที่บังคับใช้กันอย่างแพร่หลายทั่วโลกตั้งแต่ทศวรรษ 1980 โดยมีประธานาธิบดีโรนัลด์ เรแกน (Ronald Reagan) แห่งสหรัฐอเมริกา และนางมาร์กาเรต แทตเชอร์ (Margaret Thatcher) นายกรัฐมนตรีแห่งสหราชอาณาจักร เป็น 'ศาสดา' คู่สำคัญในการผลิตสร้างความเชื่อที่ว่า "ไม่มีทางเลือกอื่นใดแล้ว" (There is no

¹ กระนั้น นักวิชาการจำนวนหนึ่งโต้แย้งว่า ระบบเศรษฐกิจที่ใช้ในสหภาพโซเวียตและยุโรปตะวันออกบางส่วน ยังมีใช้ระบบเศรษฐกิจสังคมนิยมหรือคอมมิวนิสต์ที่แท้จริง ตัวอย่างเช่น Resnick and Wolff (2002) เห็นว่า การปฏิวัติโซเวียตในปี 1917 มิใช่การเปลี่ยนรูปแบบจาก 'ทุนนิยม' เป็น 'คอมมิวนิสต์' หากเป็นการเปลี่ยนรูปแบบจาก 'ทุนนิยมเอกชน' มาเป็น 'ทุนนิยมโดยรัฐ' เท่านั้น เพราะโครงสร้างชนชั้นแบบคอมมิวนิสต์มิได้ลงหลักปักฐานแทนที่โครงสร้างชนชั้นแบบทุนนิยม เพียงแต่โครงสร้างอย่างหลังเปลี่ยนรูปแบบไปเท่านั้น มีพักต้องพูดถึงว่า นิยามของคำว่า 'สังคมนิยม' และ 'คอมมิวนิสต์' มีความแตกต่างหลากหลายในวงวิชาการสังคมศาสตร์

alternative.) ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ นอกเหนือจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ภายใต้ระบบทุนนิยมตลาดเสรีท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ

ชุดนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ถูกท้าทายน้อยมากจากนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกแนวอื่น ทั้งที่มีนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนหนึ่งผลิตคำอธิบายปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและข้อเสนอเชิงนโยบายทางเลือกด้วยมุมมองที่แตกต่างไปจากนักเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิกซึ่งเป็น 'มันสมอง' ของอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ และทั้งที่หลายประเทศเลือกดำเนินนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกซึ่งแตกต่างหรือสวนทางจากชุดนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ หรือใช้นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกประกอบกับนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่อย่างประสพผลสำเร็จตามสมควร

ดังนั้น เนื้อหาของงานเขียนในชุดเศรษฐกิจทางเลือกจึงมีวัตถุประสงค์หลัก 2 ประการ ได้แก่

ประการแรก เพื่อสำรวจองค์ความรู้และทฤษฎีของแนวคิดเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่พ้นไปจากแนวคิดเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ รวมถึงวิวาทะระหว่างแนวคิดเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่และเศรษฐศาสตร์ทางเลือกในประเด็นสำคัญที่เกี่ยวข้อง

ประการที่สอง เพื่อศึกษาประสบการณ์ของประเทศที่นำนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกไปใช้จริงในโลกที่เชื่อมรกรากด้วยกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและมีอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่เป็นอุดมการณ์กระแสหลักในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ

ทั้งหมดนี้เพื่อเป็น 'สิ่งยืนยัน' ว่า ในชอกมุ่มเล็กๆ ของวงวิชาการเศรษฐศาสตร์ ยังมีนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่ทำงานในแนวทางที่แตกต่าง ในชอกมุ่มเล็กๆ ของเศรษฐกิจโลก ยังมีบางประเทศที่เลือกดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในแนวทางที่แตกต่าง

'ทางเลือกอื่น' ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจและการพัฒนาเศรษฐกิจ ยังพอมีหลงเหลืออยู่ในโลกใบนี้ และนโยบายเศรษฐกิจ

เหล่านี้มันได้สร้างผลกระทบด้านลบแก่ระบบเศรษฐกิจ จนทำให้เศรษฐกิจ ล้มเหลวหรือพังทลายลง ดังนั้นนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่หวาดกลัว ในทางตรงกันข้าม นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกเหล่านี้กลับมีส่วนช่วย สร้างความเข้มแข็งและความยั่งยืนให้แก่ระบบเศรษฐกิจ และนำพา ประเทศไปสู่การพัฒนาที่มีความอยู่ดีมีสุขของผู้คนในประเทศเป็น เป้าหมายสุดท้าย

ทั้งนี้ การสังเคราะห์องค์ความรู้และประสบการณ์ในหนังสือเล่มนี้ จะให้ความสำคัญกับแนวคิดและนโยบายเศรษฐกิจมหภาคทางเลือก ที่เป็นคู่ตรงข้ามกับนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นสำคัญ โดยศึกษาวิเคราะห์ปรัชญา เหตุผล แก่นเนื้อหา ข้อถกเถียงเชิงทฤษฎี และเชิงนโยบาย และประสบการณ์ในการนำไปใช้จริง ของมาตรการ กำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls) โดยมีกรณีศึกษาตัวอย่างคือ มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าของ ประเทศชิลี และมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออกของประเทศ มาเลเซีย

ภาคที่ 2

พ้นไปจากนโยบายเปิดเสรี
การเงินระหว่างประเทศ

4

วิาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงิน ระหว่างประเทศ

“โลกาภิวัตน์ในภาคการเงินเป็นสาเหตุสำคัญของความผันผวนไร้เสถียรภาพและความไม่อาจคาดเดาทำนายได้ของเศรษฐกิจโลก ... การลดการกำกับควบคุมในภาคการเงินและการเปิดเสรีบัญชีทุนกลับกลายเป็นตัวทำนายที่ดีที่สุดของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนา”

รายงานว่าด้วยการค้าและการพัฒนาประจำปี 1998

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ (Financial Liberalization) หรือการเปิดเสรีบัญชีทุน (Capital Account Liberalization) คือการทำให้การทำธุรกรรมระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น หุ้น พันธบัตร เงินตราต่างประเทศ เงินฝาก เงินกู้ ตราสารอนุพันธ์ รวมถึงเงินลงทุน เป็นไปอย่างเสรีตามกลไกตลาด ลดการกำกับควบคุมโดยรัฐ ยกเลิกข้อจำกัดและกฎกติกาที่เป็นอุปสรรคต่อการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ โดยรัฐทำหน้าที่เป็นเพียงผู้ดูแลและรักษากติกาของระบบ กล่าวคือ รัฐเป็นผู้กำหนดกฎกติกาเฉพาะเท่าที่จำเป็น ทำกฎกติกาให้มีความชัดเจน เปิดเผยทั่วกัน โปร่งใส และลดการใช้ดุลยพินิจของเจ้าหน้าที่รัฐในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นหัวใจสำคัญของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ มีผลทำให้เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศได้อย่างเสรีโดยปราศจากข้อจำกัดด้านพรมแดน

นักลงทุนสามารถเข้าไปลงทุนเพื่อผลิตสินค้าและบริการในประเทศอื่น เพื่อเข้าครอบครองเป็นเจ้าของบริษัทของประเทศอื่น หรือเพื่อซื้อสินทรัพย์ทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตรของประเทศอื่นได้ เป็นต้น

นโยบายดังกล่าวได้รับการสนับสนุนจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศตั้งแต่ทศวรรษ 1980 และแพร่หลายอย่างสูงยิ่งนับแต่ต้นทศวรรษ 1990 เรื่อยมา โดยมีการปฏิวัติเทคโนโลยีสารสนเทศเป็นพลังผลักดันสำคัญที่ทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนข้ามชาติเป็นไปได้จริง สะดวก และรวดเร็วตามเวลาจริง

นอกจากนี้ ยังมีแรงผลักดันจากความต้องการแสวงหากำไรสูงสุดของกลุ่มทุนระดับโลกขนาดใหญ่ เช่น บริษัทข้ามชาติ กองทุนข้ามชาติ ซึ่งมุ่งแสวงหาแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง กำไรดี และมีต้นทุนทางเศรษฐกิจต่ำ เช่น ค่าจ้างแรงงานถูก หรือได้รับยกเว้นภาษีบางประเภท

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศได้รับการสนับสนุนและผลักดันอย่างกว้างขวางในหมู่นักเศรษฐศาสตร์ กลุ่มทุนในประเทศและนอกประเทศ รัฐบาล ประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ และองค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ ในฐานะเป็นบันไดไปสู่ความเจริญรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจของผู้รับทุน ของผู้ลงทุน และของเศรษฐกิจโลก

จวบจนกระทั่งปี 1997 เมื่อเกิดวิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาคเอเชียตะวันออก นโยบายดังกล่าวจึงเริ่มถูกตั้งคำถามมากขึ้นในฐานะเป็น ‘ต้นเหตุ’ แห่งวิกฤตการณ์การเงิน ขณะที่ผลประโยชน์ของการเปิดเสรีไม่ได้เกิดขึ้นจริงอย่างเต็มที่เหมือนดังที่ทฤษฎีไว้

เนื้อหาในบทนี้จะเป็นการสำรวจข้อโต้แย้งที่แวดล้อมนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ เพื่อทำความเข้าใจแนวคิดและทฤษฎีที่อยู่เบื้องหลังความคิดของนักเศรษฐศาสตร์สองกลุ่ม โดยที่กลุ่มแรกสนับสนุนการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ส่วนอีกกลุ่มหนึ่งตั้งคำถามต่อนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

4.1 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ใน 'โลกความคิดเสรีนิยมใหม่'

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่สนับสนุนการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ด้วยเหตุผลโดยสรุป ดังนี้¹

(1) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร (Allocative Efficiency) ระหว่างประเทศ และทำให้สวัสดิการของเศรษฐกิจโลกดีขึ้น

ในด้านหนึ่ง การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างเสรีเปิดโอกาสให้ประเทศที่มีเงินทุนเหลือใช้ สามารถหาประโยชน์จากเงินทุนที่ตนมีอยู่ได้อย่างเต็มที่ ด้วยการไปลงทุนในประเทศที่ขาดแคลนเงินทุนตามทฤษฎีแล้ว การลงทุนในประเทศที่ขาดแคลนเงินทุนจะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนภายในประเทศซึ่งมีเงินทุนเหลือเพื่อ

อีกด้านหนึ่ง การปล่อยให้เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยเสรี ทำให้ประเทศที่ขาดแคลนเงินทุนเนื่องจากมีเงินออมภายในประเทศไม่เพียงพอต่อความต้องการลงทุน สามารถเข้าถึงแหล่งทุนภายนอกประเทศ โดยใช้เงินทุนจากต่างประเทศมาลงทุนเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจเพิ่มเติมไปจากเงินทุนภายในประเทศที่ขาดหายไป

ตลาดการเงิน (Financial Markets) และสถาบันทางการเงิน (Financial Intermediaries) ทำหน้าที่เป็นสื่อกลางระหว่างผู้ขาดแคลนเงินทุน (ผู้กู้) กับผู้มีเงินทุนเหลือใช้ (ผู้ออม) การเชื่อมโยงตลาดการเงินระหว่างประเทศเข้าเป็นหนึ่งเดียว (Financial Integration) จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการทำหน้าที่ดังกล่าว ท้ายที่สุด ทั้งผู้กู้และผู้ให้กู้ต่างได้รับผลประโยชน์มากขึ้น มีสวัสดิการดีขึ้นทั้งคู่ รวมทั้งมีประสิทธิภาพ (Productive) เพิ่มขึ้นด้วย

¹ โปรดดู Kindleberger (1967) Gurley and Shaw (1967) Fisher and Reisen (1993) Mussa and Goldstein (1993) และ Eichengreen and Mussa (1998) เป็นต้น

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เชื่อว่า ตลาดการเงินระหว่างประเทศสามารถทำหน้าที่จัดสรรทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุดได้อย่างมีประสิทธิภาพ มีเสถียรภาพ และสมบูรณ์

ในโลกเสรีนิยมใหม่ การเชื่อมโยงเศรษฐกิจของประเทศเข้ากับเศรษฐกิจโลกผ่านการเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน ทำให้การส่งออกของหลายประเทศกลายเป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่สุดของความต้องการใช้จ่ายรวมภายในประเทศ (Aggregate Demand) เหนือการบริโภคภายในประเทศและการลงทุนภายในประเทศ อีกทั้งเงินออมของต่างประเทศก็กลายเป็นแหล่งทุนที่สำคัญเหนือเงินออมภายในประเทศ แม้ด้านหนึ่งประเทศจะได้ประโยชน์จากการใช้ทรัพยากรภายนอกมาช่วยพัฒนาเศรษฐกิจ แต่อีกด้านหนึ่งเศรษฐกิจของประเทศก็ต้องพึ่งพิงปัจจัยภายนอกมากขึ้นด้วย

(2) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยสร้างงานและสร้างรายได้ให้แก่ประเทศผู้รับทุน ส่งผลให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Economic Growth) สูงขึ้น รวมถึงเกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีไปยังประเทศผู้รับทุนด้วย

เงินทุนจากต่างประเทศถือเป็นเชื้อเพลิงสำคัญในการทำให้เศรษฐกิจเติบโต อีกทั้งช่วยผ่อนคลายข้อจำกัดในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่ขาดแคลนเงินทุน การลงทุนจึงไม่จำเป็นต้องพึ่งเงินออมภายในประเทศเท่านั้น หากหวังพึ่งพิงเพียงเงินออมภายในประเทศ อาจทำให้โครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงหลายโครงการไม่มีโอกาสได้เกิดขึ้น

เงินลงทุนจากต่างประเทศช่วยให้เกิดการจ้างงานภายในประเทศ ทำให้รายได้และทักษะของแรงงานในประเทศสูงขึ้น และเกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีและเทคนิคการผลิตจากบริษัทข้ามชาติไปยังประเทศกำลัง

พัฒนา ซึ่งช่วยเพิ่มผลิตภาพให้สูงขึ้น

ท้ายที่สุด การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ช่องว่างทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศพัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนาหดแคบลง ช่วยให้ประเทศกำลังพัฒนาสามารถวิ่งไล่กวดทางเศรษฐกิจกับประเทศพัฒนาแล้วได้

(3) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยพัฒนาบริการทางการเงิน (Financial Services) ในมิติต่างๆ

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ทำให้ประเทศต่างๆ ทั่วโลกสามารถเข้าถึงบริการทางการเงินได้อย่างกว้างขวาง สะดวกรวดเร็ว และหลากหลาย อีกทั้งช่วยยกระดับคุณภาพของบริการทางการเงินให้สูงขึ้น ตัวอย่างเช่น

- ผู้ประกอบการในประเทศหนึ่งสามารถเข้าถึงบริการทางการเงินประเภทใหม่ที่ยังไม่มีให้บริการในสถาบันการเงินภายในประเทศได้
- การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศสร้างแรงกดดันให้เกิดการแข่งขันเพื่อพัฒนาบริการทางการเงิน ทำให้คุณภาพของบริการทางการเงินดีขึ้น
- การลดข้อจำกัดด้านการแลกเปลี่ยนเงินตราช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดเงินตรา
- การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยให้ระบบประกันความเสี่ยงดีขึ้น เพราะนักลงทุนสามารถถือสินทรัพย์การเงินของประเทศต่างๆ ได้อย่างกว้างขวางหลากหลายขึ้น ทำให้ความเสี่ยงของระบบลดลง
- การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ธนาคารหรือผู้ประกอบการเข้าถึงแหล่งสินเชื่อราคาถูกลงจากต่างประเทศได้ ซึ่งช่วยลดต้นทุนในการประกอบกิจการ

(4) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศสร้างแรงกดดันให้แต่ละประเทศต้องรักษาวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ (Policy

Discipline) และพัฒนาเศรษฐกิจเพื่อดึงดูดนักลงทุนต่างชาติ

ในกระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจ ประเทศกำลังพัฒนามักพึ่งพิงทุนจากต่างประเทศ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศจึงเป็นไปด้วยความมุ่งหวังว่าจะเพิ่มแรงดึงดูดให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้าประเทศมากขึ้น

ภายใต้ต้นโบายดังกล่าว ประเทศจะมีแรงจูงใจในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและพัฒนาเศรษฐกิจ เพื่อจูงใจให้ทุนต่างชาติเลือกเข้ามาลงทุนในประเทศของตน เช่น การรักษาอัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำ การรักษาวินัยทางการคลังและการเงิน การปฏิรูปกฎกติกาทางเศรษฐกิจให้ทันสมัยและเป็นสากล เป็นต้น

นอกจากนั้น หลายประเทศยังดำเนินนโยบายส่งเสริมการลงทุนด้วยการสร้างสภาพแวดล้อมที่เป็นมิตรกับนักลงทุนต่างชาติ เช่น การใช้มาตรการยกเว้นภาษี การจัดสร้างโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจในเขตพื้นที่ลงทุนหรือนิคมอุตสาหกรรม การลดการกำกับควบคุมตลาดภายในประเทศโดยรัฐ การใช้นโยบายการค้าเสรี เป็นต้น

ทั้งหมดนี้เพื่อดึงดูดให้นักลงทุน 'เลือก' ที่จะเข้ามาลงทุน และเพื่อรักษาอันดับความน่าเชื่อถือทางเศรษฐกิจของประเทศในสายตาของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นข้อมูลสำคัญในการตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาติ โดยประเทศจะได้ประโยชน์ทางเศรษฐกิจจากกระบวนการทำประเทศให้น่าลงทุนและนักลงทุนก็เกิดความเชื่อมั่นไปด้วยพร้อมกัน

นักเศรษฐศาสตร์ที่ยึดมั่นถือนโยบายการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมองว่า ถึงแม้ความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศจะลดน้อยลง เพราะต้อง 'หมุ่นตามโลก' และต้องคำนึงถึงปัจจัยภายนอกมากขึ้น แต่ประโยชน์ที่ได้รับกลับสูงกว่าต้นทุน เพราะเป็นการใช้แรงกดดันจากภายนอกประเทศ เช่น กองทุนการเงินระหว่างประเทศ มาช่วยป้องกันไม่ให้อำนาจดำเนินนโยบายในทางที่ขัดต่อความยั่งยืนทางเศรษฐกิจในระยะยาว เช่น การใช้งบประมาณขาดดุลเพื่อสร้างคະແນນนิยมทางการเมือง เป็นต้น

4.2 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

'นอก' โลกความคิดเสรีนิยมใหม่

แม้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่จะสนับสนุนนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ แต่นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนหนึ่งมองว่าการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศได้สร้างปัญหาทางเศรษฐกิจหลายประการ โดยเฉพาะเมื่อประเทศเลือกดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศก่อนเวลาอันควร อันเนื่องมาจากปัจจัยเชิงสถาบันภายในประเทศยังไม่ถึงพร้อม หรือดำเนินนโยบายผิดขั้นตอน หรือแม้ประเทศจะมีความพร้อมเชิงสถาบัน และเศรษฐกิจมีโครงสร้างพื้นฐานที่เข้มแข็งแล้วก็ตาม แต่การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศก็ยังมีลักษณะธรรมชาติที่สร้างปัญหาโดยตัวของมันเอง และสร้างปัญหาให้แก่เศรษฐกิจที่เข้มแข็งอยู่แต่เดิมได้

หากกล่าวโดยสรุป เหตุผลของนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่ตั้งคำถามต่อการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ได้แก่²

(1) ตลาดการเงินระหว่างประเทศไม่ได้มีประสิทธิภาพ เนื่องจากมีปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์ (Imperfect Information) อย่างสูง และนักลงทุนไม่ได้เลือกตัดสินใจลงทุนระหว่างประเทศอย่างมีเหตุผลสมบูรณ์ ทำให้ระบบการเงินระหว่างประเทศเต็มไปด้วยความผันผวนไร้เสถียรภาพ ขณะที่ผลประโยชน์สุทธิตามคำทำนายของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐานไม่ได้เกิดขึ้นจริง

ข้อสรุปของนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ที่ว่า ตลาดเสรีเป็นกลไกในการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพสูงสุดนั้น อยู่ภายใต้ข้อสมมติตั้งต้นหลักคือ (1) ปัจเจกบุคคลมีเหตุผลผลทางเศรษฐศาสตร์อย่างสมบูรณ์ กล่าวคือ ปัจเจกบุคคลจะตัดสินใจโดยพิจารณาทางเลือกต่างๆ ที่เป็นไปได้ทั้งหมดภายใต้ข้อจำกัดที่ตนเผชิญ แล้วจึงเลือก

ทางเลือกที่สร้างประโยชน์สุทธิสูงสุดแก่ตน และ (2) ตลาดมีลักษณะสมบูรณ์แบบ มีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพ กล่าวคือ ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถเข้าออกจากตลาดได้เสรีโดยปราศจากอุปสรรคกีดขวาง การทำสัญญาระหว่างกันมีความสมบูรณ์ และผู้ซื้อผู้ขายได้รับข้อมูลข่าวสารที่สมบูรณ์และเท่าเทียมกัน

แต่ในโลกแห่งความเป็นจริง ตลาดการเงินระหว่างประเทศห่างไกลจากสภาพตลาดที่มีความสมบูรณ์ แม้การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศจะช่วยลดอุปสรรคในการเข้าออกตลาด แต่ข้อมูลข่าวสารในตลาดไม่มีความสมบูรณ์ เพราะมีข้อมูลมากมายที่ 'ไม่รู้' และ 'ไม่อาจรู้ได้' อีกทั้งการรับรู้ข้อมูลระหว่างตัวละครต่างๆ ก็ไม่เท่าเทียมกันด้วย

การตัดสินใจทางเศรษฐกิจของนักลงทุนจึงไม่มีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์อย่างสมบูรณ์ นักลงทุนไม่รู้ทางเลือกทั้งหมดที่เป็นไปได้ ไม่ได้ตัดสินใจบนพื้นฐานของการเลือกสิ่งที่ดีที่สุดให้ตัวเอง เพราะตัดสินใจลงทุนโดยใช้ข้อมูลข่าวสารที่มีจำกัด ไม่สมบูรณ์ และไม่เท่าเทียม ทำให้ได้เพียงแต่คาดเดาให้ดีที่สุด (Best Guess) เท่านั้น

นอกจากนั้น นักลงทุนในตลาดการเงินระหว่างประเทศยังมีพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห่ (Herding Behavior) กล่าวคือ ไม่ได้ตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดเท่าที่เป็นไปได้ แต่เลือกลงทุนในโครงการที่นักลงทุนจำนวนมากแห่กันเข้าไปลงทุนเพื่อ 'ประกัน' ไม่ให้พลาดตกขบวนจนผลประโยชน์ประกอบการต่อยกว่าคู่แข่ง

พฤติกรรมเช่นนี้ (รวมถึงพฤติกรรมการเก็งกำไร ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อต่อไป) ทำให้การลงทุนที่ไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Level) ซึ่งเป็นระดับสวัสดิการสูงสุด และราคาสินทรัพย์ไม่ได้สะท้อนปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ในทางตรงกันข้าม กลับทำให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศมีความผันผวนไร้เสถียรภาพมากกว่าที่ควรจะเป็น และนำไปให้เกิดภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงในบั้นปลาย

² โปรดดู Keynes (1936) Baker et al. (eds) (1998) Blecker (1999) Epstein (ed) (2005a และ 2005b) และ Stiglitz (1998) เป็นต้น

ปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์มิได้สร้างต้นทุนให้แก่ตลาดการเงินระหว่างประเทศ เช่น สร้างความผันผวนไร้เสถียรภาพ เพียงเท่านั้น หากยังลดทอนผลได้จากการเปิดเสรีทางการเงินตามที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐานคาดหวังอีกด้วย เพราะเงินทุนไม่ได้ไหลไปยังที่ซึ่งให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงที่สุด ด้วยนักลงทุนมีข้อมูลพื้นฐานในการตัดสินใจลงทุนไม่สมบูรณ์พอ จึงไม่สามารถเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศต่างๆ ทั้งหมดเท่าที่เป็นไปได้ ไม่สามารถประเมินมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐานของสินทรัพย์ได้ และไม่สามารถประเมินค่าความเสี่ยงที่ใกล้เคียงกับความเป็นจริงได้

เมื่อข้อสมมติที่ใช้สร้างทฤษฎีไม่สมจริง ทฤษฎีย่อมมีข้อจำกัดในการอธิบายปรากฏการณ์ในโลกแห่งความเป็นจริง คำทำนายของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐานถึงผลประโยชน์สุทธิจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ จึงไม่เกิดขึ้นจริงในตลาดการเงินระหว่างประเทศ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ได้นำไปสู่การจัดสรรทรัพยากรการเงินระหว่างประเทศอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด และไม่ได้นำมาซึ่งสวัสดิการของโลกที่สูงขึ้น

(2) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ระบบการเงินระหว่างประเทศเต็มไปด้วยความผันผวนไร้เสถียรภาพ รวมทั้งมีส่วนในการผลิตสร้างเศรษฐกิจฟองสบู่ (Bubble Economy) ความตื่นตระหนกทางการเงิน (Financial Panics) และวิกฤตการณ์การเงิน (Financial Crises)

ในระบบทุนนิยมตลาดเสรี การลงทุนเป็นพื้นฐานของการพัฒนาและการเติบโตทางเศรษฐกิจ การผลิต การจ้างงาน และการผลิตสร้างนวัตกรรม แต่การลงทุนก็มีธรรมชาติแห่งความผันผวน ความไร้เสถียรภาพ และความเสี่ยง ซึ่งเป็นสิ่งที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ ทั้งนี้เพราะการตัดสินใจลงทุน ณ ปัจจุบันขณะ อยู่บนพื้นฐานของการคาดเดา

อนาคต เช่น ยอดขายหรือรายได้ในอนาคต สถานการณ์เศรษฐกิจในอนาคต เป็นต้น ซึ่งข้อมูลเหล่านั้นเป็นข้อมูลที่ 'ไม่รู้' และ 'ไม่อาจรู้ได้' เช่นนี้แล้ว การตัดสินใจลงทุนจึงไม่มีทางเป็นการตัดสินใจในระดับที่เหมาะสมดีที่สุด (Optimal Level) ดังเช่นการคำนวณหาระดับการลงทุนในแบบจำลองทางทฤษฎี ทำได้เพียงการคาดเดาและประเมินอนาคตด้วยความคิดตนเพียงเท่านั้น

ทั้งนี้ การลงทุนภาคเอกชนที่เต็มไปด้วยความผันผวนและความคลุมไม่ได้ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงอย่างมีนัยสำคัญ ตัวอย่างเช่น หากเศรษฐกิจมีระดับการลงทุนต่ำกว่าระดับที่เหมาะสม ก็จะสร้างปัญหาการว่างงาน เมื่อคนงานไม่มีรายได้หรือรายได้ลด รายจ่ายจากภาคครัวเรือนก็ลดลงตามไปด้วย สินค้าและบริการที่บริษัทผลิตขึ้นก็ไม่สามารถขายได้ มีปัญหาของเหลือ ราคาสินค้าตกต่ำ กำไรของบริษัทลดลง จนต้องลดการลงทุนลงอีก สร้างปัญหาการว่างงานขนาดใหญ่ และเศรษฐกิจตกต่ำ ปัญหาจะดำเนินเป็นวงจรอุบาทว์เช่นนี้เรื่อยไป หากปราศจากการแทรกแซงตลาดโดยภาครัฐ เพื่อเพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจผ่านการใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง

เมื่อการลงทุนมีความเสี่ยง ตลาดการเงินจึงพยายามพัฒนานวัตกรรมการจัดการความเสี่ยงให้นักลงทุน เช่น มีสินทรัพย์ทางการเงินที่สามารถซื้อขายความเสี่ยงได้ มีกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นทุน มีตลาดรองสำหรับขายสินทรัพย์ เป็นต้น จนดูราวกับว่าความเสี่ยงของระบบการเงินลดน้อยลง อย่างไรก็ตาม Keynes (1936) กลับมองตรงกันข้าม เขาชี้ว่า หากตลาดการเงินสามารถแปลงสภาพสินทรัพย์ระยะยาวให้กลายเป็นเพียงพันธสัญญาระยะสั้นสำหรับนักลงทุนได้ จักทำให้ตลาดการเงินท่วมท้นไปด้วย 'จิตแก๊งกำไร' (Speculative Mentality) ซึ่งเป็นเนื้อดินที่ทำให้ ในท้ายที่สุด นวัตกรรมทางการเงินที่สร้างขึ้นเพื่อลดความเสี่ยง กลับผลิตสร้างความเสี่ยงให้สูงขึ้นเสียเอง

พฤติกรรมเก็งกำไรในตลาดการเงินทำให้นักลงทุนไม่ได้ตัดสินใจ โดยคำนึงถึงปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจระยะยาว เช่น ผลประกอบการของบริษัท อย่างที่ควรจะเป็น หากคำนึงถึงการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ในระยะสั้นซึ่งวูบไหวด้วยแรงเก็งกำไรเป็นสำคัญ ภายใต้ภาวะเช่นนี้ 'ความจริง' เรื่องผลงานของบริษัทจึงไม่มีความสำคัญเท่ากับ 'ความเชื่อ' ว่านักลงทุนรายอื่นทำนายการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ของบริษัทในระยะสั้นอย่างไร ราคาสินทรัพย์ในระยะสั้นจึงไม่สามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับ 'คุณภาพ' ของสินทรัพย์ได้อย่างแท้จริง แต่ถูกบิดเบือนด้วยแรงแห่งการเก็งกำไร ซึ่งส่งผลบิดเบือนการจัดสรรทรัพยากรในภาคเศรษฐกิจจริงด้วย

ธรรมชาติแห่งความผันผวนไร้เสถียรภาพของการลงทุน รวมถึงปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์ในตลาดการเงินระหว่างประเทศ นำมาซึ่งพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห่ และพฤติกรรมการคาดการณ์เก็งกำไรของนักลงทุนที่มีลักษณะเสร็จสมด้วยตนเอง (Self-fulfilling Prophecies)³ ซึ่งไร้เหตุผลทางเศรษฐศาสตร์อยู่เบื้องหลัง พฤติกรรมเหล่านี้บั่นทอนความสำคัญของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจซึ่งควรจะเป็นปัจจัยกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ การที่ราคาสินทรัพย์ผันผวนตามแรงแห่งการเก็งกำไรเป็นสำคัญมีส่วนผลิตสร้างภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่

เศรษฐกิจฟองสบู่คือ เศรษฐกิจที่ราคาสินทรัพย์ทวีค่าสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยมีอาจอธิบายได้ด้วยปัจจัยพื้นฐาน (เช่น ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นแม้ว่าบริษัทจะมีผลประกอบการขาดทุน เป็นต้น) เศรษฐกิจฟองสบู่สร้างปัญหาให้แก่เศรษฐกิจ เพราะไปบิดเบือนกลไกการจัดสรรทรัพยากรทาง

³ Self-fulfilling Prophecies หมายถึง การปฏิบัติไปในทิศทางที่หนุนส่งการคาดการณ์ของตน จนทำให้สิ่งที่ตนคาดการณ์ไว้เกิดขึ้นจริงในท้ายที่สุด ตัวอย่างเช่น เมื่อนักลงทุนคาดการณ์ว่าในอนาคตเงินบาทจะอ่อนค่าลง จึงได้ขายเงินบาทเพื่อซื้อเงินเหรียญสหรัฐ ณ ปัจจุบัน ซึ่งผลของการกระทำดังกล่าว ทำให้ค่าเงินบาทในอนาคตอ่อนค่าลงจริงตามที่ได้คาดการณ์อนาคตไว้แต่แรก

เศรษฐกิจ และบั่นทอนประสิทธิภาพของระบบเศรษฐกิจ ทำให้ทรัพยากรถูกจัดสรรไปสู่ภาคเศรษฐกิจที่ไม่ก่อให้เกิดผลผลิต

ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่จุกจบลงด้วยภาวะฟองสบู่แตกในเวลาต่อมาเสมอ ทำให้นักลงทุนขาดทุน สถาบันการเงินมีปัญหาเนื่องจากหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ด้อยค่าลง ลูกหนี้สูญเสียความสามารถในการชำระหนี้คืน สถาบันการเงินเผชิญปัญหาหนี้เสีย หลายกรณีจบลงด้วยการล้มละลายของสถาบันการเงิน สร้างภาวะตื่นตระหนกทางการเงิน (Financial Panics) วิกฤตการณ์ธนาคาร วิกฤตการณ์การเงิน และเกิดปัญหาสินเชื่อขาดแคลน (Credit Crunch) จนเศรษฐกิจตกต่ำหลายกรณีได้ผลิตสร้างผลลูกกลมจากวิกฤตการณ์การเงิน (Contagion Effects) ไปยังประเทศอื่นในภูมิภาค

ทั้งหมดนี้สะท้อนว่า ปัญหาที่เกิดขึ้นในภาคการเงินส่งผลต่อเนื่องไปยังภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงมิได้แยกขาดจากกัน (Dichotomy)

Calvo and Mendoza (1996) ชี้ว่า ปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสารในตลาดการเงินจะยิ่งทวีความรุนแรงขึ้น หากประเทศเพิ่มระดับการเปิดเสรีการเงิน ด้วยเหตุผลว่า ข้อมูลข่าวสารเป็นสินค้าที่มีต้นทุนในการได้มา เมื่อตลาดเงินตลาดทุนทั่วโลกรวมตัวเสมือนเป็นหนึ่งเดียวกัน นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงด้วยการไปลงทุนในหลายประเทศ แรงจูงใจในการหาข้อมูลเกี่ยวกับประเทศต่างๆ แบบเฉพาะรายอย่างลึกซึ้งย่อมลดน้อยลง สรุปว่า การทำให้ตลาดเงินตลาดทุนของโลกกลายเป็นหนึ่งเดียวกันผ่านการเปิดเสรีบัญชีทุน มีส่วนผลิตสร้างพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห่ไร้เหตุผลให้เกิดขึ้นและถี่ขึ้น ส่งผลให้ปัญหาเศรษฐกิจฟองสบู่ การเก็งกำไร และวิกฤตการณ์การเงิน เกิดบ่อยครั้งขึ้น

งานวิจัยเชิงประจักษ์หลายชิ้นชี้ให้เห็นว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมิได้มีแต่ผลประโยชน์ หากมีต้นทุนด้วย ในหลายกรณี โดยเฉพาะเมื่อประเทศกำลังพัฒนาดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงิน

ระหว่างประเทศโดยที่ปัจจัยเชิงสถาบันยังไม่ถึงพร้อม อาจต้องจ่ายต้นทุนราคาแพงกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับ มีหน้าซ้ำ ผลประโยชน์ด้านบวกที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักทำนายไว้ อาจไม่ได้เกิดขึ้นในโลกแห่งความจริง ตัวอย่างของงานศึกษาเหล่านี้ ได้แก่

- Dooley (1996) พบว่า ประเทศที่มีความอ่อนแอเชิงสถาบัน มีระบบกำกับตรวจสอบระบบธนาคารพาณิชย์ที่อ่อนแอ มีการคอร์รัปชันสูง จะเผชิญผลด้านลบจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศอย่างมหึมา

- Rodrik (1998) ศึกษาผลของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศกับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ พบว่า ทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กัน นั่นคือ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ปัจจัยที่ทำให้เศรษฐกิจเติบโต

- Kaminsky and Reinhart (1999) พบว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญที่นำเศรษฐกิจไปสู่วิกฤตการณ์ทางการเงินและวิกฤตการณ์ธนาคาร โอกาสของการเกิดวิกฤตการณ์การเงินขึ้นอยู่กับระดับความเข้มข้นของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ นั่นคือ ยิ่งเปิดเสรีการเงินมากเท่าใด โอกาสเกิดวิกฤตการณ์การเงินยิ่งสูงขึ้นมากเท่านั้น

- Wyplosz (2001) พบว่า ประเทศกำลังพัฒนาเผชิญผลด้านลบจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ เช่น ระดับของความผันผวน ไร้เสถียรภาพ และความรุนแรงของวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่จะเกิดตามมา จะสูงกว่าประเทศพัฒนาแล้ว

- Eichengreen (2002) เปรียบเทียบโอกาสแห่งการเกิดวิกฤตการณ์การเงินระหว่างช่วงก่อนปี 1914 (ก่อนสงครามโลกครั้งที่หนึ่ง) และช่วงหลังปี 1973 [หลังระบบเบรตตันวูดส์ (Bretton Woods System) ล่มสลาย] พบว่า โอกาสแห่งการเกิดวิกฤตการณ์การเงินในช่วงหลังสูงกว่าช่วงแรกถึงสองเท่า นอกจากนี้ วิกฤตการณ์การเงินยังเกิดขึ้นในประเทศที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจแข็งแกร่งด้วย เช่น มีระดับการ

ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการขาดดุลงบประมาณต่ำ อันเนื่องมาจากเผชิญผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงิน

กล่าวโดยสรุป ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ ที่ตลาดการเงินเชื่อมโยงกันกลายเป็นหนึ่งเดียว และมีธรรมชาติแห่งความผันผวน ความเสี่ยง และการเก็งกำไร เป็นเจ้าเรือน การกำกับดูแลภาคการเงินโดยรัฐมีความซับซ้อนและยากลำบากยิ่งกว่าเดิม ต้องอาศัยปัจจัยเชิงสถาบัน ทั้งกฎกติกาและองค์กรกำกับดูแล ที่เข้มแข็ง มีประสิทธิภาพ มีองค์ความรู้ ทันโลก มีทักษะและประสบการณ์ในการกำกับดูแล

แต่ในขณะเดียวกัน ภายใต้อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ก็มีแรงกดดันให้ภาครัฐลดบทบาทการกำกับดูแล ปล่อยให้กลไกตลาดทำงานอย่างเสรี เพื่อให้ภาคเอกชนเก็บเกี่ยวประโยชน์จากการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้เต็มที่

แรงกดดันดังกล่าวทำให้ภาครัฐของประเทศที่ปัจจัยเชิงสถาบันยังอ่อนแอจำต้อง ‘ปล่อยมือ’ ออกจากการกำกับดูแลตลาดเงินและตลาดทุนก่อนกาล ทั้งที่ยังไม่ได้พัฒนาสถาบันให้เข้มแข็งเพียงพอที่จะเข้าไปโต้คลื่นโลกาภิวัตน์ ด้วยเหตุว่า กลัวเสียโอกาสในการรับทุนต่างชาติเข้ามาพัฒนาประเทศ

ท้ายที่สุด การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศโดยที่ยังไม่สร้างความเข้มแข็งให้แก่สถาบันภายในประเทศอย่างเพียงพอ จะนำมาซึ่งปัญหาเศรษฐกิจด้านต่างๆ ในอนาคต กล่าวอีกนัยหนึ่ง ยิ่งสถาบันของประเทศมีความอ่อนแอมากเท่าใด ปัญหาเศรษฐกิจยิ่งมีโอกาสเกิดขึ้นได้สูง และเมื่อเกิดแล้ว จะยิ่งรุนแรง ยิ่งแพร่กระจาย และยิ่งใช้เวลาแก้ไขปัญหามากเท่านั้น

(3) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศดึงดูด ‘เงินร้อน’ (Hot Money) เข้ามาสร้างปัญหาเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัญหาค่าเงินแข็งค่าเกินควร (Overvaluation)

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ทำให้ 'เงินร้อน' หรือเงินลงทุนระยะสั้น และเงินลงทุนเพื่อเก็งกำไร สามารถเคลื่อนย้ายข้ามประเทศได้อย่างเสรีและรวดเร็ว นำมาซึ่งความผันผวนไร้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศและของโลก และไม่ช่วยให้เกิดการพัฒนาเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน เนื่องจาก 'เงินร้อน' มีลักษณะชีพจรลงเท้า จะพำนักเพื่อแสวงหาประโยชน์ทางเศรษฐกิจอยู่ในประเทศหนึ่งไม่นานนัก จากนั้นก็จะเคลื่อนย้ายหนีไป

ทั้งนี้ เมื่อเงินทุนสามารถไหลข้ามชาติเข้าสู่ที่หนึ่งในจำนวนมากและรวดเร็ว ก็ย่อมสามารถไหลออกได้ในจำนวนมากและรวดเร็วเช่นกัน และจะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงในท้ายที่สุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเศรษฐกิจที่พึ่งพิงเงินทุนต่างชาติระยะสั้นในระดับสูง

งานวิจัยหลายชิ้น ตัวอย่างเช่น Bhagwati (1998) และ Reisen (1999) ชี้ว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมีส่วนสำคัญในการเชื้อเชิญ 'เงินร้อน' เข้าประเทศ ในระยะสั้น 'เงินร้อน' มีแนวโน้มที่จะทำให้ค่าเงินของประเทศผู้รับทุนแข็งค่าเกินกว่าที่ควรจะเป็น (Overvaluation)⁴ โดยอาจส่งผลกระทบต่อขีดความสามารถในการแข่งขันระหว่างประเทศซึ่งบั่นทอนภาคการส่งออก จนทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง และอาจนำไปสู่ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้ ทั้งนี้ หากประเทศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ เมื่อประเทศเผชิญปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก จะเกิดแรงกดดันให้ค่าเงินอ่อนตัวลง และดึงดูดให้เกิดการเก็งกำไรค่าเงิน จนอาจนำไปสู่วิกฤตการณ์เงินตราได้

⁴ Overvaluation คือภาวะที่อัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงที่เกิดขึ้นจริง ณ เวลาหนึ่ง (Actual Real Exchange Rate) แข็งค่ากว่าอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงตามดุลยภาพในระยะยาว (Long Run Equilibrium Real Exchange Rate) ซึ่งสะท้อนว่า ค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่าขึ้นจนเกินพอดีเมื่อเทียบกับทางโน้มที่ควรจะเป็นในระยะยาว ทั้งนี้ การคำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงตามดุลยภาพในระยะยาวมีหลายระเบียบวิธี ซึ่งจะไม่กล่าวถึงในที่นี้ มีพักต้องพูดถึงว่า นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งไม่เชื่อในแนวคิดดังกล่าวนี้

Calvo, Leiderman, and Reinhart (1993) และ Adelman and Yeldan (2000) เป็นตัวอย่างของงานวิจัยที่ชี้ว่า เศรษฐกิจภายหลังจากเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ จะมีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ภายในประเทศสูงกว่าอัตราการลดค่าของเงินสกุลท้องถิ่น สภาพการณ์ดังกล่าวจูงใจให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้ามาลงทุนซื้อสินทรัพย์ภายในประเทศ และเมื่อเงินทุนต่างชาติไหลเข้ามาแล้ว ค่าเงินสกุลท้องถิ่นก็จะมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น การคาดการณ์ว่าค่าเงินมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นในอนาคต จะยิ่งดึงดูดให้ 'เงินร้อน' ไหลเข้ามาเก็งกำไร เพราะนอกจากจะได้อัตราผลตอบแทนที่สูงจากการลงทุนในสินทรัพย์แล้ว ยังได้ผลตอบแทนจากค่าเงินที่แข็งค่าขึ้นด้วย

นักเศรษฐศาสตร์หลายคนได้ศึกษาผลกระทบของ Overvaluation ต่อเศรษฐกิจ พบว่า Overvaluation ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ตัวอย่างของงานศึกษาเหล่านี้ ได้แก่

- Kaminsky, Lizondo, and Reinhart (1998) พบว่า Overvaluation เป็นสัญญาณเตือนการเกิดวิกฤตการณ์เงินตรา ทั้งนี้ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นต้นเหตุที่ทำให้เกิดปัญหา Overvaluation เงินเฟ้อ และทำให้อัตราการเติบโตของสินเชื่อสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ทั้งหมดนี้ล้วนเป็นปัจจัยที่บั่นทอนเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ

- Agosin (1994) และ Razin and Collins (1997) พบว่า Overvaluation ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศทั้งในระยะกลางและในระยะยาว

- Calvo, Leiderman, and Reinhart (1993) และ Shatz and Tarr (2000) พบว่า ระดับของ Overvaluation ส่งผลกระทบต่อระดับความสามารถในการแข่งขัน โดยเฉพาะความสามารถในการแข่งขันด้านราคา (Price Competitiveness)

- Fischer and Reisen (1993) พบว่า Overvaluation จะนำไปสู่การไหลออกของเงินทุนต่างประเทศในบั้นปลาย

นอกจากการไหลเข้าของ 'เงินร้อน' จะสร้างปัญหา Over-valuation แล้ว ยังอาจสร้างปัญหาต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจด้วย โดยเฉพาะเสถียรภาพด้านราคา ตัวอย่างเช่น

- การไหลเข้าของเงินร้อนทำให้ปริมาณเงินของระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยลดลง ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น โดยเฉพาะภาคเศรษฐกิจที่ไม่สามารถค้าขายระหว่างประเทศได้ (Non-tradable Sector) และภาคเศรษฐกิจที่ไม่ก่อให้เกิดผลผลิต ผลดังกล่าวจะทำให้เกิดปัญหาเศรษฐกิจฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

- เงินร้อนทำให้อุปสงค์มวลรวมของระบบเศรษฐกิจสูงขึ้น เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของการบริโภคและการลงทุน รวมถึงการขยายสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์

(4) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศลดลง

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ธนาคารกลางกำหนดและควบคุมการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศได้ยากขึ้น เศรษฐกิจภายในประเทศ โดยเฉพาะภาคการเงิน ต้องผูกติดและได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจต่างประเทศมากขึ้น

ภายใต้การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศต้องคำนึงถึงกติกาสากลและสภาวะเศรษฐกิจโลกมากขึ้น แม้ว่าในบางกรณีจะขัดต่อความต้องการภายในประเทศก็ตาม เช่น เมื่อประเทศมีปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำ ธนาคารกลางไม่กล้าลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เพราะเกรงว่าทุนต่างชาติจะไหลออก เป็นต้น

นอกจากนั้น ความสามารถของธนาคารกลางในการควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศก็จะลดลงและมีต้นทุนสูงขึ้น เช่น หากต้องการรักษาค่าเงินของประเทศไม่ให้แข็งค่าเกินไป ธนาคารกลางต้องแทรกแซง

อัตราแลกเปลี่ยน โดยขายเงินสกุลท้องถิ่นแล้วเข้าซื้อเงินเหรียญสหรัฐ ทำให้ปริมาณเงินในระบบมีมากขึ้น หากธนาคารกลางไม่ต้องการให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้น ก็ต้องออกพันธบัตรเพื่อดูดซับปริมาณเงินออกจากระบบ เกิดเป็นภาระหนี้สาธารณะ

ทฤษฎี Trinity Impossibility Theory⁵ เสนอว่า ประเทศประเทศหนึ่งไม่สามารถดำเนินนโยบาย (1) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ (2) การรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ และ (3) การดำเนินนโยบายการเงินที่เป็นอิสระ ไปพร้อมๆ กันได้ เพราะเมื่อดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ หากต้องการรักษาความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน (เช่น ปรับเพิ่มหรือลดอัตราดอกเบี้ยเชิงนโยบายให้สอดคล้องกับสถานการณ์เศรษฐกิจ) ก็ต้องยกเลิกการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแทน การเข้าแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ (Dirty or Managed Float) ก็จะทำให้ยากขึ้นด้วย นอกจากนี้ หากประเทศดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ โดยตรึงอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ไปด้วยพร้อมกัน ก็จะสูญเสียความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน เพราะต้องสูญเสียเครื่องมืออัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่

ความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินถูกจำกัดโดยระดับการเปิดเสรีบัญชีทุนและระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ประเทศเลือกใช้ หากเปิดเสรีการเงินมาก ความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายก็จะมีแนวโน้มลดลง แต่จะลดลงมากหรือน้อยนั้นขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ประกอบกัน อาทิ ระบบจัดการอัตราแลกเปลี่ยน ขนาดของประเทศ ระดับการพึ่งพิงสินค้านำเข้า (สัดส่วนของการนำเข้าต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ) และระดับของหนี้ต่างประเทศ

ปัจจัยเหล่านี้เป็นตัวกำหนดขีดความสามารถในการรับมือหรืออดทนต่อความผันผวนที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

⁵ โปรตดู Obstfeld (1998) เป็นต้น

หากขีดความสามารถนี้ต่ำ หมายความว่าความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจภายในประเทศก็จะต่ำตามไปด้วย การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศจึงต้องเป็นไปตามสถานการณ์เศรษฐกิจภายนอก โดยมีทางเลือกอื่นไม่มาก

ประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว มีขนาดใหญ่ ฟังฟังสินค้านำเข้าและเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศน้อย และมีหนี้ต่างประเทศต่ำ จะรับมือกับความผันผวนได้มากกว่า นั่นคือ เผชิญข้อจำกัดจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศน้อยกว่า เช่น เมื่อมีปัญหาเงินต่างชาติไหลออกจนค่าเงินอ่อนตัว ก็สามารถปล่อยให้ค่าเงินอ่อนตัวลงได้มาก โดยไม่ต้องปรับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นเพื่อต้านการไหลออก จนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในประเทศหดตัว เพราะค่าเงินที่อ่อนตัวลงไม่นำไปสู่ปัญหาเงินเฟ้อ และไม่เพิ่มภาระหนี้ต่างประเทศอย่างรุนแรง เมื่อเทียบกับประเทศที่ฟังฟังสินค้านำเข้าเงินทุนต่างชาติ และหนี้ต่างประเทศสูง

(5) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ภาครัฐมีอคติในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดเพื่อกดอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำ (Deflationary-biased Macroeconomic Policy) ซึ่งส่งผลให้การจ้างงานค่าจ้าง และสวัสดิการแรงงานลดลง

การที่เงินทุนระหว่างประเทศเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี ทำให้ทุนการเงินมีช่องทางเดินหนีไปลงทุนในประเทศอื่น (Voting with their feet) ได้โดยง่าย หากไม่ฟังพอใจนโยบายเศรษฐกิจของรัฐ (Push Factor) หรือเมื่อเห็นว่าการลงทุนในประเทศอื่นได้ผลประโยชน์มากกว่า (Pull Factor) โดยทั่วไป นักลงทุนต่างชาติหรือเจ้าหน้าที่ต่างประเทศต้องการให้ภาครัฐของประเทศที่ไปลงทุนดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดโดยกดยอดอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำและรักษาค่าเงินให้แข็ง เพื่อชำระรักษามูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ทางการเงินหรือมูลค่าหนี้ที่แท้จริง

ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อกับอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ไปทางเดียวกัน นั่นคือ อัตราเงินเฟ้อที่สูงมีแนวโน้มทำให้อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นหรือค่าเงินสกุลท้องถิ่นลดลง และค่าเงินที่ลดลงมีแนวโน้มทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ซึ่งล้วนไม่เป็นที่ปรารถนาของนักลงทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในประเทศ ซึ่งต้องการให้อัตราเงินเฟ้อต่ำและค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็ง นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งจึงเห็นว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมีส่วนทำให้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดกลายเป็น ‘สถาบัน’ (Institutionalizing Deflationary-biased Macroeconomic Policy)⁶

การดึงดูดเงินลงทุนต่างชาติให้เข้ามาลงทุนอาจต้องแลกด้วยผลประโยชน์ของคนในประเทศบางกลุ่ม ตัวอย่างเช่น การใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดอาจทำให้อัตราการว่างงานภายในประเทศสูงขึ้น นั่นคือ การกดยอดเงินเฟ้อให้ต่ำเพื่อดึงดูดทุนต่างชาติอาจทำให้แรงงานจำนวนหนึ่งต้องตกงาน กระนั้น กลุ่มทุนต่างชาติไม่ได้มองว่านี่เป็นปัญหาที่กระทบพวกตน มีหน้าซ้ำ อาจเป็นผลดีเสียอีก เนื่องจากคนตกงานหรือแรงงานส่วนเกินในระบบ (Excess Labor Supply) ที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวด ทำให้อัตราค่าจ้างแรงงานลดลง และนายจ้างมีทางเลือกในการจ้างงานมากขึ้น นายจ้างจึงสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์และดูดซับส่วนเกินจากลูกจ้างได้มากขึ้น เพราะมีอำนาจต่อรองสูงขึ้น

ประเด็นนี้เป็นอีกหนึ่งตัวอย่างที่ชี้ให้เห็นว่า ในโลกโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ เป้าหมายทางเศรษฐกิจภายในประเทศและภายนอกประเทศมีความขัดแย้งกัน และดูเหมือนว่า นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่จะทำให้ ‘คนนอก’ เช่น บรรษัทข้ามชาติ ได้ประโยชน์จากการแลกเปลี่ยนมากกว่า ‘คนใน’ เช่น แรงงานภายในประเทศ ด้วยมีอำนาจต่อรองมากกว่า ซึ่งอำนาจต่อรองที่มากกว่านี้เป็นผลพวงมาจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ด้วย

⁶ โปรตุเกส Grabel (1995) Pollin (1998) และ Palley (1999) เป็นต้น

ภายใต้กติกาแห่งการเปิดเสรีบัญชีทุน กลุ่มทุนต่างชาติหรือ
บรรษัทข้ามชาติมีอำนาจต่อรองเหนือกว่าแรงงาน ชุมชน และรัฐชาติ⁷
เนื่องจากเมื่อแต่ละประเทศต่างเปิดประตูต้อนรับทุนไหลเข้าภายใต้กติกา
เคลื่อนย้ายทุนเสรี ทุนต่างชาติจึงสามารถผลิต ‘ค่าเช่า’ ที่จะย้ายไปยังที่ซึ่ง
เสนอผลตอบแทนสูงสุด เช่น ย้ายไปยังประเทศที่มีแรงงานราคาถูก เก็บ
ภาษีในอัตราต่ำ เป็นต้น เพราะบรรษัทข้ามชาติมีทางเลือกในการลงทุน
ที่เป็นไปได้จริงทั่วโลก

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ ‘ค่าเช่า’ ดังกล่าวมีความ
น่าเชื่อถือ ประเทศกำลังพัฒนาจึงพยายาม ‘ลด-แลก-แจก-แถม’ ทาง
เศรษฐกิจ ด้วยหวังดึงดูดให้ทุนต่างชาติมาลงทุน และให้ทุนเก่าไม่ถอน
การลงทุน อาจด้วยการแข่งขันลดระดับความเข้มข้นของการกำกับ
ควบคุมทุน การลดภาษี การกีดค่าจ้างแรงงานให้ต่ำ การยอมให้มีการ
เอาเปรียบผู้บริโภค ผลที่ตามมาคือ ‘ตาข่ายรองรับทางสังคม’ (Social
Safety Net) ของประเทศยิ่งแย่ง แรงงานได้รับค่าจ้างถูกลง สภาพ
แวดล้อมในการทำงานแย่ง รวมถึงรายได้ของรัฐบาลลดลงเนื่องจากการ
ยกเว้นภาษีให้แก่ทุนต่างชาติ (โปรดดูเนื้อหาในบท ‘วิวาทะว่าด้วย FDI
และ MNCs’ ประกอบ)

เช่นนี้แล้ว ประเทศที่ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจโดยมุ่งเน้นการ
จ้างงานเต็มที่และเพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ ย่อม
ไม่ดึงดูดทุนต่างชาติให้เข้ามาลงทุน เพราะการเพิ่มขึ้นของการจ้างงาน
ย่อมหมายถึงความเสี่ยงที่จะเกิดอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นและเกิดการขาดดุล
บัญชีเดินสะพัด ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลได้จากการลงทุน และต่ออัตรา
แลกเปลี่ยน ทำให้นักลงทุนต่างชาติหรือเจ้าหน้าที่ต่างประเทศเสียประโยชน์

ดังนั้น หากประเทศต้องการดึงดูดเงินลงทุน ย่อมต้องดำเนิน
นโยบายเศรษฐกิจมหภาคในทางเข้มงวด เพื่อสร้างเศรษฐกิจที่เข้มแข็ง
ตามวาทกรรมเสรีนิยมใหม่แลกกับการเข้าถึง ‘ทุน’ ของประเทศร่ำรวย

⁷ โปรดดู Crotty, Epstein, and Kelly (1998) Epstein (2000) และ Rodrik (2001)
เป็นต้น

โดยคนในประเทศเป็นผู้จ่ายราคา นโยบายดังกล่าวยิ่งบั่นทอนอำนาจ
ต่อรองของรัฐชาติและแรงงานลงไปอีก เพราะมีแนวโน้มทำให้อัตราการ
จ้างงานลดต่ำลง โดยเฉพาะในระยะสั้น

เศรษฐกิจภายใต้นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในช่วง
ทศวรรษ 1990 จึงเป็นเศรษฐกิจที่มีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจโดย
เฉลี่ยต่ำ มีอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างต่ำ ในหลายกรณี อัตราการ
เพิ่มขึ้นของค่าจ้างต่ำกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภาพ และต่ำกว่าอัตรา
เงินเฟ้อ รวมทั้งมีอัตราการว่างงานสูง มีการสร้างงานใหม่น้อย และ
แรงงานขาดแคลนงานดีมีคุณภาพ อันเนื่องมาจากอำนาจต่อรองของ
แรงงานเบื้องหน้าทุนต่างชาติลดลง ซึ่งเป็นผลพวงจากการดำเนิน
นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวด เช่น การรักษาสสมดุลการคลัง
การใช้นโยบายการเงินตึงตัว การตรึงอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในระดับสูง
เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนต่างชาติ และเพื่อดึงดูดเงินทุนต่างชาติ

*(6) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ได้ช่วยดึงดูดให้เงินทุน
ต่างชาติระยะยาวไหลเข้าไปลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาอย่างที่
ที่คิดกัน*

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เชื่อว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่าง
ประเทศจะช่วยดึงดูดให้เงินออมต่างประเทศเคลื่อนย้ายไปลงทุนใน
ประเทศที่ขาดแคลนเงินทุน เพราะให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูง
กว่า เงินลงทุนจากต่างชาติช่วยเพิ่มการผลิต การลงทุน การจ้างงาน
และยกระดับเทคโนโลยีและทักษะแรงงาน ทำให้อัตราการเติบโตทาง
เศรษฐกิจสูงขึ้น และมาตรฐานการครองชีพของคนในประเทศดีขึ้น
ประเทศกำลังพัฒนาจึงอาศัยเงินทุนต่างประเทศสำหรับการยกระดับ
รายได้และพัฒนาเศรษฐกิจเพื่อไล่กวาดประเทศพัฒนาแล้ว

Obstfeld and Taylor (2002) วิเคราะห์ข้อมูลจริงแล้วสรุปว่า
โลกโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจภายใต้นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่
ดึงดูดให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปยังประเทศเศรษฐกิจใหม่จริง แต่

ไม่ใช่เงินทุนระยะยาวอย่างการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) ซึ่งส่งผลกระทบต่อกระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจ เช่น สร้างงาน สร้างรายได้ อีกทั้งถ้าพิจารณาการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนสุทธิ (Net Flow of Capital) จากประเทศพัฒนาแล้วไปยังประเทศกำลังพัฒนาตั้งแต่ปี 1980 เป็นต้นมา พบว่าอยู่ในระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับยุคโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจในช่วงก่อนสงครามโลกครั้งที่หนึ่ง นั่นแปลว่าประเทศกำลังพัฒนารับเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศไม่สูง เงินทุนต่างชาติเข้ามาแล้วก็ไหลออกไปในสัดส่วนใกล้เคียงกัน

แม้ว่าเงินทุนระหว่างประเทศจะเคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็วและมีจำนวนมาก แต่สถานะของสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ (Net Foreign Asset Position) ก็ยังอยู่ในระดับต่ำตั้งแต่ปี 1980 เรื่อยมา อีกทั้งสัดส่วนของสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิเมื่อเทียบกับ GDP ก็ยังลดลงเรื่อยๆ หมายความว่า ประเทศกำลังพัฒนาไม่สามารถสะสมทุนเพิ่มขึ้นจากการเปิดเสรีบัญชีทุนได้ ทั้งที่เป็นเงื่อนไขหลักในการพัฒนาเศรษฐกิจ

ในงานของ Obstfeld and Taylor (2002) ยังชี้ต่อไปด้วยว่า เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในปัจจุบันเป็นเงินลงทุนเพื่อจัดการความเสี่ยง (Diversification Finance) มากกว่าจะเป็นเงินทุนเพื่อการพัฒนา (Development Finance) ซึ่งเป็นเงินลงทุนระยะยาวเพื่อนำเงินออมที่เหลือไปลงทุนในภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศที่มีความต้องการลงทุนแต่มีเงินออมไม่เพียงพอ

นอกจากประเด็นข้างต้นแล้ว ข้อมูลยังชี้ว่า การกู้ยืมระหว่างประเทศเป็นการทำธุรกรรมระหว่างประเทศ 'รวย-รวย' มากกว่าประเทศ 'รวย-จน' และการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอยู่ในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วด้วยกันเอง มากกว่าจะเป็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศพัฒนาแล้วไปยังประเทศกำลังพัฒนา มีหน้าซ้ำ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในประเทศกำลังพัฒนาที่จนถึงที่สุดในปัจจุบันกลับมีระดับต่ำกว่าระดับการลงทุนเมื่อต้นคริสต์ศตวรรษที่ 20 มาก

ตารางที่ 4.1 แสดงให้เห็นว่า เงินลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศของสหรัฐอเมริกาในปี 2002 เกินครึ่งหนึ่ง (ร้อยละ 52.4) ไปลงทุนในภูมิภาคยุโรป อีกร้อยละ 10 ไปลงทุนในแคนาดา และไปลงทุนในภูมิภาคแอฟริกา ซึ่งขาดแคลนเงินออมมากที่สุด เพียงร้อยละ 1 เท่านั้น

ตารางที่ 4.1 การลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกาในภูมิภาคต่าง ๆ (ปี 2002)

ภูมิภาค	ร้อยละ
ยุโรป	52.4
ละตินอเมริกา และประเทศอื่นๆ ในซีกโลกตะวันตก	17.9
เอเชียและแปซิฟิก	17.7
แคนาดา	10.0
แอฟริกา	1.0
ตะวันออกกลาง	0.9

ที่มา: Bowles et al. (2005)

ตารางที่ 4.2 แบ่งเงินลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกาในต่างประเทศออกเป็น 3 ประเภทตามระดับรายได้ของประเทศผู้รับเงินลงทุน ข้อมูลจากตารางแสดงให้เห็นว่า เงินลงทุนร้อยละ 81 ไปลงทุนในประเทศที่มีระดับรายได้สูง ร้อยละ 18 ของเงินลงทุนเป็นการลงทุนในประเทศที่มีระดับรายได้ปานกลาง ส่วนเงินลงทุนไปยังประเทศที่มีระดับรายได้ต่ำมีเพียงร้อยละ 1 ของเงินลงทุนทั้งหมดเท่านั้น

ตารางที่ 4.2 เงินลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกา แยกตามกลุ่มประเทศต่างระดับ รายได้ (ปี 2000)

กลุ่มประเทศ	พันล้านเหรียญสหรัฐ	ร้อยละของทั้งหมด
กลุ่มประเทศรายได้สูง	982.8	81.0
กลุ่มประเทศรายได้ปานกลาง	218.1	18.0
กลุ่มประเทศรายได้ต่ำ	12.2	1.0
รวมทุกประเทศ	1,213.1	100.0

ที่มา: The Economist (2001)

นอกจากการลงทุนโดยตรงมีแนวโน้มที่จะไหลเวียนอยู่ในกลุ่มประเทศร่ำรวยแล้ว Epstein (2002) แสดงข้อมูลว่า การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศมีระดับการกระจุกตัวสูงในบางประเทศ โดยในปี 1999 มี 10 ประเทศที่ได้รับ FDI ร้อยละ 74 ของ FDI ทั้งหมดที่ไหลเวียนอยู่ทั่วโลก

หากพิจารณาเฉพาะในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา มีประเทศกำลังพัฒนา 10 ประเทศที่ได้รับ FDI ร้อยละ 80 ของ FDI ทั้งหมดที่ไหลเข้าประเทศกำลังพัฒนา ประเทศที่ได้รับ FDI มาก ได้แก่ จีน ไต้หวัน ฮองกง ไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ ข้อมูลที่น่าสนใจคือ หากตัดส่วนแบ่งของประเทศจีนออกไป FDI ที่เข้ามาในประเทศกำลังพัฒนามีขนาดแทบจะเท่าเดิมตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา กล่าวคือ ประมาณร้อยละ 25 ของ FDI ทั้งหมด

ท้ายที่สุด Epstein (2002) ตั้งประเด็นว่า 'เงินต่างชาติ 'เดินตามหลัง' ความสำเร็จในการพัฒนาเศรษฐกิจ ไม่ใช่ 'เดินนำหน้า' พาไปสู่การพัฒนาเศรษฐกิจที่ประสบความสำเร็จ นั่นคือ เศรษฐกิจต้องมีระดับความเข้มแข็งและรุ่งเรืองระดับหนึ่งแล้วต่างหาก จึงจะดึงดูดให้เงินต่างชาติไหลเข้าไปลงทุน

ประเทศกำลังพัฒนามีโอกาสคาดหวังได้ว่าทุนต่างชาติจะเปลี่ยนแปลงประเทศจากไม่มีอะไรสู่ความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจ ประเทศกำลังพัฒนาต้องเริ่มต้นด้วยการให้ความสำคัญกับการพัฒนาเศรษฐกิจภายใน โดยใช้ทรัพยากรภายใน เพื่อคนภายใน เป็นหลักเสียก่อน จากนั้นจึงค่อยดำเนินนโยบาย 'ดึงดูด' เงินทุนต่างชาติเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจในขั้นต่อไป

5 วิวาทะว่าด้วยการลงทุนโดยตรง จากต่างประเทศ (FDI) โดยบริษัทข้ามชาติ (MNCs)

ตั้งที่ได้กล่าวไปแล้วในบทต้น ภายใต้เศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) ของบริษัทข้ามชาติ (Multinational Corporations: MNCs) เป็น 'ความหวัง' ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา ที่แทบทุกประเทศในโลกล้วนปรารถนาแย่งชิง

คำถามสำคัญก็คือ ภายใต้ 'สถาบัน' แบบเสรีนิยมใหม่ FDI เป็นกลจักรสำคัญในการนำพาเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาไปสู่ความโชติช่วงจริ่งหรือ?

5.1 FDI 'ใน' โลกความคิดเสรีนิยมใหม่

นักเศรษฐศาสตร์แทบทุกสำนักให้คุณค่า FDI สูงกว่าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศประเภทอื่น เนื่องจาก FDI เป็นเงินทุนระยะยาวที่เพิ่มการสะสมทุนในระบบเศรษฐกิจ มีความผันผวนต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับ 'ทุนการเงิน' เพื่อซื้อสินทรัพย์หรือเพื่อเก็งกำไร ที่สำคัญ FDI ช่วยเพิ่มความสามารถในการผลิตของเศรษฐกิจ ก่อให้เกิดการจ้างงาน การลงทุน การผลิต และรายได้ เพิ่มมากขึ้นในระบบเศรษฐกิจ ทั้งยังสร้างโอกาสให้เกิดการถ่ายทอดและยกระดับเทคโนโลยีในประเทศผู้รับการลงทุน

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เชื่อว่า FDI จะให้ประโยชน์ในระยะยาวแก่ประเทศผู้รับการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อประเทศกำลังพัฒนา ผลทางตรงที่เด่นชัดคือ FDI ช่วยเพิ่มมาตรฐานการครองชีพ โดยสร้างโอกาสให้มีงานทำ สร้างงานใหม่ และช่วยถ่ายโอนเทคโนโลยี และทักษะในการบริหารจัดการ นับเป็นการเพิ่มผลิตภาพ (Productivity) ให้แก่ประเทศผู้รับการลงทุน นอกจากนี้ พนักงานในบริษัทข้ามชาติยังได้รับค่าจ้างสูง มีโอกาสได้เรียนรู้และฝึกอบรม และได้ทำงานในบรรยากาศที่เปี่ยมด้วยความเป็นมืออาชีพ มีมาตรฐานสากล

ด้วยความเชื่อว่า ปัจจัยสำคัญในการดึงดูด FDI คือระดับคุณภาพและการศึกษาของแรงงาน คุณภาพของสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐาน ระดับผลิตภาพของเศรษฐกิจ และความเข้มแข็งมั่นคงของเศรษฐกิจ นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่จึงมองว่า 'สงครามแย่งชิง FDI' ระหว่างประเทศต่างๆ จักนำมาซึ่งความกินดีอยู่ดีของประชาคมโลก เนื่องจากแต่ละประเทศย่อมต้องพัฒนาคุณภาพของปัจจัยการผลิต และธำรงรักษาไว้ซึ่งสิ่งแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคให้เข้มแข็ง เพื่อดึงดูด FDI

เช่นนี้แล้ว มาตรฐานการครองชีพที่แตกต่างกันมากของแต่ละประเทศย่อมต้องโน้มเข้าหากันในระยะยาว MNCs และ FDI ช่วยเพิ่มสวัสดิการแห่งโลกด้วยการสร้างประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรในระดับโลก และสร้างแรงกดดันจากการแข่งขันให้แต่ละประเทศต้องพัฒนากระดับตัวเอง

นอกจากนั้น FDI ยังช่วยเร่งกระบวนการพัฒนาอุตสาหกรรมของประเทศผู้รับการลงทุน เนื่องจาก FDI สร้างการเชื่อมโยงในหลายอุตสาหกรรม ทั้งไปข้างหน้า (Forward Linkages) และไปข้างหลัง (Backward Linkages) ทั้งยังช่วยขยายขนาดของตลาดภายในประเทศให้ใหญ่ขึ้น และช่วยกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศ แม้บางกรณีการประลองยุทธ์ระหว่างบริษัทพื้นถิ่นกับบริษัทต่างชาตินำมาซึ่งความปราชัยของเจ้าบ้าน แต่บริษัทพื้นถิ่นที่สามารถรักษาชีวิตอยู่ในสนามประลองย่อมสามารถเก็บเกี่ยวผลได้จากการขยายขนาดการผลิต (Economy of Scale) ไปได้

5.2 FDI ‘นอก’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่

ฉะนั้น งานวิจัยตามแนวคิดแบบเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐาน ในเรื่องผลดีของ MNCs และ FDI ต่อประเทศกำลังพัฒนายังห่างไกลจากความเห็นพ้องต้องกันเป็นเอกฉันท์ โดยเฉพาะเมื่อตรวจสอบกับข้อมูลในโลกแห่งความจริง

หากเราสำรวจงานวิจัยเกี่ยวกับผลพวงของ MNCs หรือ FDI ต่อประเทศกำลังพัฒนา แง่มุมที่คาดหวังให้เกิดกับเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนายังไม่ชัดเจน งานวิจัยหลายชิ้นชี้ให้เห็นว่า ผลดีของ FDI ตามมุมมองของสำนักเสรีนิยมใหม่ไม่ได้เกิดขึ้นจริง เช่น ไม่เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยี เป็นต้น มีหน้าซ้ำ FDI กลับส่งผลกระทบต่อประเทศกำลังพัฒนาภายใต้ ‘สถาบัน’ แบบเสรีนิยมใหม่ เช่น ทำให้การลงทุนในประเทศลดลง ตัวอย่างของงานวิจัยเหล่านี้ ได้แก่

- Aitken and Harrison (1999) ศึกษาข้อมูลในระดับโรงงานในประเทศเวเนซุเอลา พบว่า การเติบโตของผลิตภาพของโรงงานมีความสัมพันธ์ทางลบกับการเข้ามาของ MNCs นั้นหมายความว่า การถ่ายทอดเทคโนโลยีจาก MNCs ผ่าน FDI ไปยังบริษัทพื้นถิ่น ไม่ได้เกิดขึ้นจริงในระดับโรงงาน

- Hanson (2001) ศึกษาผลของ FDI จากข้อมูลระดับโรงงานภายในประเทศ พบว่า FDI ทำให้ผลิตภาพลดลง เนื่องจาก FDI ส่งผล ‘เบียดออก’ (Crowd out) แก่บริษัทท้องถิ่น ทำให้การลงทุนภายในประเทศลดลง และทำให้กำไรของบริษัทท้องถิ่นลดลง

- Agosin and Mayer (2000) ศึกษาโดยใช้เศรษฐกิจมิติ พบว่า ผลเบียดออกต่อการลงทุนภายในประเทศจาก FDI เกิดขึ้นในภูมิภาคละตินอเมริกา ขณะที่ในภูมิภาคเอเชีย FDI ทำให้การลงทุนภายในประเทศสูงขึ้น (Crowd in) ส่วนในภูมิภาคแอฟริกามีผลเบียดเข้า เช่นเดียวกับภูมิภาคเอเชียแต่น้อยกว่ามาก

- Epstein (2000) ชี้ว่า นโยบายที่ตั้งใจดึงดูด FDI เช่น การยกเว้นภาษี ไม่สามารถดึงดูด FDI ได้จริง ในทางตรงกันข้าม กลับสร้าง

ต้นทุนแก่เศรษฐกิจ เช่น ทำให้รายได้ภาครัฐลดลง ปัจจัยสำคัญในการดึงดูด FDI คือขนาดของตลาดของประเทศผู้รับต่างหาก มีนโยบายส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐ

- Braunstein and Epstein (2002) แสดงให้เห็นว่า แม้จีนเป็นประเทศใหญ่ มีฐานผู้บริโภคร้างมหาศาล มีแรงงานราคาถูก ซึ่งน่าจะเป็นทุนสำคัญในการเพิ่มอำนาจต่อรองของประเทศให้สูง จนสามารถเก็บเกี่ยวประโยชน์จาก FDI ได้เต็มที่ แต่กลับปรากฏว่า ผลด้านบวกของ FDI ต่อการจ้างงานและค่าจ้างแรงงานมีขนาดจำกัด ภาคการลงทุนภายในประเทศและภาคการส่งออกมีผลต่อการจ้างงานและค่าจ้างของจีนสูงกว่า FDI มาก ในทางตรงกันข้าม FDI กลับส่งผลกระทบต่อการลงทุนภายในประเทศ และรายได้ของรัฐบาล

- Epstein (2002) ใช้โมเดลเศรษฐกิจมิติ วิเคราะห์ข้อมูลของ 70 ประเทศ ในช่วงปี 1960-1977 พบว่า ปัจจัยที่ดึงดูด FDI ได้แก่ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ และอัตราการเติบโตของการส่งออก ส่วนอัตราเงินเฟ้อไม่ได้ส่งผลกระทบต่อไหลเข้าของ FDI ในทางตรงกันข้าม อัตราเงินเฟ้อระดับต่ำหรือพอเหมาะมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับการไหลเข้าของ FDI

- Harrison and McMillan (2002) พบว่า FDI ไม่ได้ช่วยแก้ปัญหาการขาดแคลนเงินทุนของบริษัทท้องถิ่น แต่กลับทำให้บริษัทท้องถิ่นเข้าถึงแหล่งเงินทุนยากขึ้น เพราะบริษัทต่างชาติเข้ามาแข่งขันกับบริษัทท้องถิ่นในการกู้เงินจากสถาบันการเงินในประเทศ ซึ่งในสายตาของสถาบันการเงินในประเทศ การปล่อยกู้ให้กับบริษัทต่างชาติมีความเสี่ยงน้อยกว่า

ผลการศึกษาของงานวิจัยในระดับโรงงาน เช่น Aitken and Harrison (1999) และ Hanson (2001) แสดงให้เห็นว่า การเข้ามา มีบทบาทของ MNCs ไม่ได้ช่วยถ่ายทอดเทคโนโลยีให้ผู้ผลิตภายในประเทศเสมอไป ผลการศึกษานี้แตกต่างจากงานวิจัยในยุคต้นที่มักใช้

ข้อมูลระดับอุตสาหกรรมมาทำการวิเคราะห์ และมักพบความสัมพันธ์ทาง
บวกระหว่างผลผลิตภาพของประเทศผู้รับการลงทุนกับการเข้ามาของ MNCs
กระนั้น เป็นการยากที่จะชี้ชัดว่า ระหว่างการเข้ามามีบทบาทของ MNCs
กับผลผลิตภาพของประเทศ อะไรเป็นเหตุ อะไรเป็นผล เป็นเพราะการเข้ามา
ของ MNCs จึงทำให้ผลผลิตภาพของประเทศดีขึ้น หรือเป็นเพราะระดับของ
ผลผลิตภาพที่สูงจึงช่วยดึงดูดให้ MNCs เข้ามามากขึ้น

อำนาจต่อรองของรัฐบาลเบื้องหน้าทุนต่างชาติ

ในบท ‘วิวาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ’
ได้มีการพูดถึงความสัมพันธ์ระหว่าง (1) นโยบายการเปิดเสรีการเงิน
ระหว่างประเทศ (2) การเข้ามาของ FDI และ MNCs (3) อคติในการ
ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดเพื่อกีดอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำ
และ (4) อำนาจต่อรองของแรงงาน

กล่าวโดยสรุป นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนหนึ่งเห็นว่า
‘สงครามแย่งชิง FDI’ มิได้เป็นพลังขับเคลื่อนประเทศกำลังพัฒนาไปสู่
ความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจ แต่กลับเป็นพลังขับเคลื่อนไปสู่ความเสื่อม
นำเศรษฐกิจไปสู่ระดับดุลยภาพที่มีสวัสดิการต่ำลง และสร้างความ
ไม่เท่าเทียมในกระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจให้สูงขึ้น เนื่องจากกติกาส่ง
เสริมการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศได้บั่นทอนอำนาจต่อรองของ
แรงงาน ชุมชน และรัฐชาติ ขณะเดียวกันก็ทำให้อำนาจต่อรองของกลุ่มทุน
ต่างชาติหรือบรรษัทข้ามชาติมีแนวโน้มสูงขึ้น (โปรดดูเนื้อหาในหัวข้อ 4.2
หัวข้อย่อยที่ 5 ประกอบ) ซึ่งจะส่งผลให้ประเทศผู้รับการลงทุนปรับ
พฤติกรรม ทำตัวเป็น ‘เด็กดี’ ในสายตาของทุนต่างชาติ เพราะหาก
ประเทศใดมีนโยบายเศรษฐกิจแบบขัดใจ หรือไม่เสนอผลประโยชน์แก่ทุน
ต่างชาติในระดับสูง (ซึ่งในหลายกรณี ‘คนใน’ ต้องเป็นผู้จ่ายราคา)
เงินทุนก็จะโยกบินหนีไปลงทุนที่อื่น เนื่องจากทุนต่างชาติมีทางเลือก
ลงทุนได้ทั่วโลก

เมื่อเป็นเช่นนี้ แต่ละประเทศ โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนา
จึงมุ่งโรมรันใน ‘สงครามแย่งชิงเงินทุนต่างชาติ’ พยายามต่อสู้แข่งขันเพื่อ
ดึงดูดและรักษาเงินลงทุนจากต่างชาติไว้ อาจด้วยการแข่งขันลดระดับ
ความเข้มข้นของการกำกับควบคุมทุน การลดภาษี การกีดค่าจ้างแรงงาน
ให้ต่ำ การไม่บังคับใช้กฎหมายแรงงานอย่างจริงจัง เป็นต้น

หากวิเคราะห์เชิงยุทธศาสตร์ ถ้าประเทศหนึ่งลดค่าจ้างหรือลด
ภาษีเพื่อดึงดูดทุนต่างชาติ แต่ประเทศอื่นไม่ปรับลดตาม ประเทศนั้น
ย่อมได้ประโยชน์เนื่องจากสามารถดึงดูดทุนไหลเข้าได้ แต่หากทุก
ประเทศต่างแข่งขันลดค่าจ้างหรือภาษี ผลได้จากการแข่งขันย่อมไม่ตก
อยู่กับประเทศใดเลย เพราะเมื่อประเทศหนึ่งลด ประเทศอื่นก็จะไม่ยอม
เสียเปรียบ ต้องลดค่าจ้างหรือภาษีตามไปสู่ระดับเดียวกัน

ท้ายที่สุด เมื่อทุกประเทศกลับสู่ระดับภาษีและค่าจ้างเท่ากัน
อีกครั้ง นักลงทุนต่างชาติก็จะไม่รู้สึกแตกต่างไม่ว่าจะลงทุนที่ใด
ส่วนแบ่งตลาดของทุนต่างชาติที่แต่ละประเทศได้รับย่อมกลับมาเท่าเดิม
แต่ที่กลับแย่งคือ ระดับภาษีและค่าจ้างอยู่ต่ำกว่าเดิมอันเนื่องมาจากการ
แข่งขัน สวัสดิการส่วนรวมของทั้งโลกจะยิ่งแย่ง ทั้งนี้ กรณีที่เลวร้าย
ที่สุดคือ ประเทศที่ลงทุนเข้าร่วมสงครามแย่งชิงเงินทุนต่างชาติ ยอมลด
ภาษี ยอมลดค่าจ้าง แต่ท้ายที่สุดกลับไม่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศ
หรือไหลเข้าน้อยจนไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สุทธิแก่ประเทศนั้น

หากสงครามแย่งชิงเงินทุนต่างชาติยิ่งรุนแรง ก็ยิ่งเพิ่ม
‘ทางเลือกในการถอนตัว’ (Exit Option) ให้แก่กลุ่มทุนต่างชาติ และเมื่อ
ทางเลือกในการถอนตัวมีมากขึ้นและมีมูลค่าสูงขึ้น อำนาจต่อรองของ
ทุนต่างชาติต่อประเทศผู้รับก็จะยิ่งมากขึ้นตามไปด้วย

อำนาจต่อรองของกลุ่มทุนต่างชาติหรือ MNCs ส่งผลโดยตรงต่อ
เศรษฐกิจของประเทศผู้รับการลงทุน หากอำนาจต่อรองของกลุ่มทุน
ต่างชาติสูง ก็ยากที่ประเทศผู้รับจะเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากทุนไหลเข้า
ได้เต็มที่ การได้รับค่าจ้างที่สูงขึ้น การที่แรงงานได้รับสวัสดิการที่ดีขึ้น
และการได้รับการถ่ายทอดเทคโนโลยี ก็จะทำให้ยากขึ้น

คำถามสำคัญคือ “อะไรเป็นตัวกำหนดอำนาจต่อรองของ MNCs?”

หัวใจสำคัญของคำถามข้างต้นก็คือ จะเพิ่มอำนาจต่อรองของแรงงาน ชุมชน และรัฐบาลของประเทศผู้รับอย่างไร ให้สู้กับอำนาจต่อรองของ MNCs ที่ทวีสูงขึ้นภายใต้ ‘สถาบัน’ แบบเสรีนิยมใหม่ เพื่อให้ประเทศกำลังพัฒนาได้รับประโยชน์จาก MNCs และ FDI อย่างเต็มที่

Crotty, Epstein, and Kelly (1998) เสนอว่า MNCs และ FDI จะมีผลด้านลบต่อประเทศผู้รับทุน หาก MNCs มีอำนาจต่อรองมากเมื่อเทียบกับประเทศผู้รับทุน ทั้งนี้ อำนาจต่อรองของ MNCs ขึ้นกับปัจจัยสำคัญ 3 ประการ ได้แก่

ประการแรก ระดับความต้องการใช้จ่ายรวมของเศรษฐกิจ หากความต้องการใช้จ่ายรวมของประเทศผู้รับทุนอยู่ในระดับต่ำ ประเทศนั้นก็ต้อพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อสร้างเศรษฐกิจให้เติบโตตามที่คาดหวัง เมื่อระดับการพึ่งพิงทุนต่างชาติมีมาก อำนาจต่อรองของ MNCs ย่อมมากขึ้น และอำนาจต่อรองของประเทศผู้รับทุนย่อมลดลง

ประการที่สอง ธรรมชาติของการแข่งขันภายในประเทศและระหว่างประเทศ หากประเทศมีสภาพการแข่งขันในตลาดอย่างรุนแรง ทั้งการต่อสู้ในประเทศและระหว่างประเทศ เพื่อแย่งชิง FDI อำนาจต่อรองของ MNCs จะยิ่งสูงขึ้น ขณะที่อำนาจต่อรองของประเทศจะลดลง

ประการที่สาม กติกาทางเศรษฐกิจภายในประเทศและระหว่างประเทศ หากประเทศผู้รับทุนมีกติกาทางเศรษฐกิจที่ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีและการลดบทบาททางเศรษฐกิจของภาครัฐ และหากกติกาทางเศรษฐกิจของโลกเป็นไปในทางเอื้ออำนวยให้แต่ละประเทศเข้าร่วมสงครามแห่งการแย่งชิง FDI อำนาจต่อรองของ MNCs ก็จะมีสูงขึ้น

ดังนั้น ถ้าประเทศผู้รับทุนต้องการได้ประโยชน์จาก FDI อย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วย ก็ต้องสร้าง ‘สถาบัน’ ที่เอื้ออำนวยให้สามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จาก FDI ได้ นั่นคือ ต้องรักษาระดับความต้องการใช้จ่ายรวมรวมของเศรษฐกิจให้สูง พยายามนำพาเศรษฐกิจเข้าสู่ระดับการ

จ้างงานเต็มที่ โดยใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัวอย่างยั่งยืน และออกแบบกติกาและสถาบันที่จำกัดความสูญเสียจากการแข่งขันทั้งในระดับประเทศและระดับโลก

ในระดับประเทศ ต้องลดการแข่งขันในทางแย่งกันลดค่าจ้างและสภาพการทำงาน ต้องมีการสร้างตาข่ายรองรับทางสังคม และใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls) ในบางระดับจนกว่าประเทศผู้รับจะมีความพร้อมในเชิงสถาบัน รวมทั้งควรให้ประเทศนั้นๆ สามารถดำเนินนโยบายเศรษฐกิจขยายตัวควบคู่ไปด้วย อีกทั้งหาก FDI จะยังประโยชน์แก่เศรษฐกิจของประเทศผู้รับ FDI ต้องก่อให้เกิดผลแห่งการถ่ายโอนเทคโนโลยี ไม่ลดส่วนแบ่งตลาดของบริษัทท้องถิ่น ทั้งนี้ รัฐอาจต้องเข้ามาส่งเสริมการถ่ายโอนเทคโนโลยีจาก MNCs ไปยังบริษัทท้องถิ่น

ในระดับโลก ต้องมี ‘สถาบัน’ ที่ส่งเสริมความร่วมมือระหว่างประเทศและลดการแข่งขันแบบบ้าดีเดือด เช่น ห้ามแข่งขันกันลดภาษีระหว่างประเทศ มีมาตรฐานด้านแรงงานที่เป็นสากล องค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจไม่ควรกดดันประเทศกำลังพัฒนาให้เปิดประเทศ เป็นต้น นั่นคือ ต้องออกแบบระเบียบเศรษฐกิจโลกให้มีประสิทธิภาพและความเป็นธรรม

6 มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

6.1 ปรัชญาและเหตุผล

จากเนื้อหาในบทวิวาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ และวิวาทะว่าด้วย FDI และ MNCs จะเห็นได้ว่า นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ในนโยบายที่ดีที่สุดสำหรับทุกประเทศในทุกเงื่อนไขและทุกสถานการณ์ เมื่อมีการดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในโลกแห่งความจริงภายใต้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ ผลประโยชน์จากการเปิดเสรีระหว่างประเทศตามที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐานทำนายไว้ อาจไม่เกิดขึ้นจริง ในขณะที่ต้นทุนของการใช้นโยบายดังกล่าวกลับเพิ่มสูงขึ้น

คำถามสำคัญสำหรับประเทศกำลังพัฒนาประเทศหนึ่งก็คือ เราควรจะใช้ชีวิตอยู่ในกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจอย่างไร เพื่อให้บรรลุเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจที่ผู้คนในประเทศอยู่ดีกินดีและอยู่เย็นเป็นสุข เราควรมี 'ท่าที' และ 'วิธีจัดการ' ทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอย่างไร เพื่อเศรษฐกิจที่เติบโต เป็นธรรม มั่นคง และยั่งยืน

'มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ' (Capital Controls) คือคำตอบคำตอบหนึ่ง นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือก

จำนวนหนึ่งนำเสนอคำตอบนี้ให้เป็นนโยบายเศรษฐกิจสำคัญนโยบายหนึ่งสำหรับประเทศกำลังพัฒนา

ปีศาจที่จำเป็น?

หลังวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 กองทุนการเงินระหว่างประเทศและนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ชั้นนำจำนวนมากที่เคยสนับสนุนการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศอย่างเต็มที่ (ด้วยเหตุผลดังเช่นหัวข้อ 4.1) เริ่มเรียนรู้อันตรายจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ และเริ่มกำหนด 'ข้อแม้' หรือ 'เงื่อนไข' ของการสนับสนุนนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ¹

สำหรับนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ปัญหาโดยตัวของมันเอง และไม่ใช่ปัญหาโดยตัวของระบบทุนนิยมตลาดเสรีหรืออุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ แต่ผลกระทบด้านลบที่เกิดขึ้น เช่น วิกฤตการณ์การเงิน มีสาเหตุมาจากความไม่พร้อมเชิงสถาบันต่างหาก นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่บางคนไปไกลถึงขนาดมีความคิดว่า เหตุที่ประเทศกำลังพัฒนาเผชิญวิกฤตการณ์เศรษฐกิจไม่ใช่เพราะดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงิน แต่เป็นเพราะไม่เปิดเสรีการเงินอย่างเต็มที่โดยสมบูรณ์ต่างหาก

ตัวอย่างของปัจจัยเชิงสถาบันภายในที่อ่อนแอและไม่ถึงพร้อม เช่น ระบบการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารเป็นไปอย่างไม่โปร่งใส ระบบกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศอ่อนแอและไม่ทันต่อการเปลี่ยนแปลง ลักษณะทุนนิยมอุปถัมภ์ (Crony Capitalism) เป็นแกนหลักของระบบเศรษฐกิจ เป็นต้น การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศภายใต้ข้อจำกัดดังกล่าว อาจนำมาซึ่งปัญหาเศรษฐกิจในบั้นปลายได้

ภายหลังจากวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 ข้อเสนอหลักในการปฏิรูประบบการเงินระหว่างประเทศขององค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจอย่างกองทุนการเงินระหว่างประเทศ รวมถึงนักเศรษฐศาสตร์

¹ โปรดดู ตัวอย่างเช่น IMF (2000), Fischer (2002) เป็นต้น

เสรีนิยมใหม่จำนวนมาก คือ การปฏิรูประบบกำกับและตรวจสอบภาคการเงินภายในประเทศให้เข้มแข็ง การสร้างกลไกป้องกันความเสี่ยงในตลาดการเงินให้ดีขึ้น และการสร้างความโปร่งใสในภาคการเงิน เช่น การเปิดเผยข้อมูลข่าวสารอย่างทั่วถึงและถูกต้อง เพื่อลดปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์ในตลาดการเงิน นักลงทุนจะได้ตัดสินใจลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

หัวใจของข้อเสนอหลักเหล่านั้นยังคงอยู่ที่ความพยายามทำให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศใกล้เคียงกับภาวะตลาดแข่งขันสมบูรณ์ให้มากที่สุด โดยเชื่อว่า ตลาดไม่มีปัญหาโดยตัวมันเอง แต่ที่ปัญหาเกิดขึ้นก็เพราะตลาดทำงานไม่ได้อย่างสมบูรณ์ หากทำให้ตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ทุกสิ่งทุกอย่างก็จะราบรื่นเรียบร้อย มีคุณภาพ มีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพ

ข้อเสนอเหล่านี้ยังคงยึดหลักการให้ตลาดทำหน้าที่จัดสรรทรัพยากรต่อไป รัฐเป็นเพียงผู้กำกับดูแลเช่นเดิม แต่เรียกร้องให้รัฐทำหน้าที่กำกับดูแลในทางที่ทำให้ตลาดสมบูรณ์ที่สุด ปรับปรุงกฎกติกาให้ทันสมัยเป็นสากลขึ้น และกำกับดูแลอย่างมีประสิทธิภาพขึ้น รวมทั้งให้ภาครัฐมีระบบบริหารจัดการที่ดี (Good Governance) นั่นคือ การกำกับดูแลแบบโปร่งใส เปิดเผย มีกฎเกณฑ์กติกาที่ชัดเจน และตรวจสอบได้

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เริ่มมองมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในแง่มุมมองใหม่ เปลี่ยนจาก ‘ปีศาจร้าย’ เป็น ‘ปีศาจร้ายที่จำเป็น’ โดยเห็นว่า การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศบางประเภทในบางสถานการณ์เป็นสิ่งที่ยอมรับได้ จนกว่าประเทศนั้นจะมีความเข้มแข็งและมีความพร้อมในเชิงสถาบันสำหรับการเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างเต็มที่ต่อไป² ซึ่งเมื่อถึงพร้อม

² งานเขียนเกี่ยวกับมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของนักเศรษฐศาสตร์ชั้นนำ ได้เพิ่มมากขึ้นหลังเกิดวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 หลายชิ้นมีข้อสรุปในทางบวกต่อมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ อาทิ เช่น Bhagwati (1998) Krugman (1998) Rodrik (1998) Stiglitz (2002) เป็นต้น

ระดับหนึ่งแล้ว มาตรการดังกล่าวก็ไม่จำเป็นและควรยกเลิกเสีย แล้วปล่อยให้ตลาดการเงินทำงานอย่างเสรีต่อไป แต่ในช่วงที่ประเทศยังมีความอ่อนแอทางด้านปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจและปัจจัยเชิงสถาบัน มาตรการดังกล่าวจะมีประโยชน์ในการลดโอกาสเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจด้านต่างๆ

นอกจากนั้น อาจกล่าวได้ว่า กองทุนการเงินระหว่างประเทศได้เริ่มมองมาตรการดังกล่าวด้วยสายตาที่เป็นมิตรมากขึ้นกว่าเดิม ตัวอย่างเช่น สแตนลีย์ ฟิชเชอร์ (Stanley Fischer) รองผู้จัดการกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เขียนไว้ใน Fischer (2002) ตอนหนึ่งว่า “กองทุนการเงินระหว่างประเทศให้การสนับสนุนอย่างระมัดระวังต่อการใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าบางประเภทของกลไกตลาด ดังเช่น โมเดลของซิมิ” หรือจอห์น ออดลิง-สมิ (John Odling-Smee) ผู้อำนวยการส่วนงานยุโรปที่สองของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ให้สัมภาษณ์ใน *IMF Survey* เดือนมีนาคม 2003 ว่า ประเทศเศรษฐกิจใหม่ เช่น รัสเซีย อาจได้รับประโยชน์จากการปรับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในบางสถานการณ์³

แม้กระทั่งสื่อมวลชนสายเศรษฐกิจที่ยึดมั่นในอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ อย่าง *The Economist* ก็ยังสรุปผลสำรวจเกี่ยวกับการเงินโลกไว้ว่า “มาตรการจำกัดเงินทุนไหลเข้าบางประเภท (ไม่ใช่จำกัดเงินทุนไหลออก) เป็นประโยชน์ต่อประเทศกำลังพัฒนาจำนวนมาก”⁴

ทางออกที่จำเป็น?

แม้ว่าจะมีนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่จำนวนมากขึ้นเรื่อยๆ ที่เริ่มตั้งคำถามต่อการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ และเริ่มให้คำแนะนำต่อมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศขึ้นมาบ้าง

³ อ้างจาก Forbes (2007)

⁴ The Economist. “A Cruel Sea of Capital: A Survey of Global Finance,” 05/03/98. p. 24 อ้างจาก Forbes (2007)

แต่สำหรับนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่มีมุมมองต่อการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศด้วยเหตุผลดังเช่นหัวข้อ 4.2 ยังมองว่า มุมมองใหม่ดังกล่าวแม้จะมาถูกทาง แต่ยังไม่เพียงพอ

กล่าวโดยสรุป นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกมีความเห็นว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ตลาดการเงิน และอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ล้วนเป็นปัญหาโดยตัวของมันเอง แม้ประเทศจะมีปัจจัยเชิงสถาบันที่เข้มแข็ง แต่ก็อาจขจัดปัญหาอันมีรากฐานมาจากธรรมชาติที่ผันผวนไว้เสถียรภาพของการลงทุนและตลาดการเงินได้ ต่อให้ตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ปัญหาก็ยังคงเกิดขึ้น

ในแง่นี้ โลกที่มีปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสารหรือโลกที่ตลาดทำงานได้ไม่สมบูรณ์และไม่มีประสิทธิภาพ คือโลกแบบ 'ปกติ' ที่เป็นอยู่ทั่วไป มิใช่โลกแบบ 'พิเศษ' ที่อยู่ใน 'โลกเสมือน' ของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐาน ในทางตรงกันข้าม โลกแบบ 'ปกติ' ใน 'โลกเสมือน' ของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐาน ซึ่งตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ต่างหาก ที่เป็นโลกแบบ 'พิเศษ' ซึ่งยากยิ่งที่จะเป็นจริงใน 'โลกจริง' ที่เราใช้ชีวิตอยู่

'สถาบัน' หรือ 'พื้นฐานเศรษฐกิจ' ที่เข้มแข็ง อาจช่วย 'ลดโอกาส' ในการเกิดวิกฤตการณ์การเงินหรือ 'บรรเทา' ความรุนแรงของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น แต่มีอาจ 'ป้องกัน' และจัดการปัญหาที่ต้นเหตุได้ ทั้งนี้เพราะธรรมชาติแห่งความผันผวนไร้เสถียรภาพ อันเกิดจากธรรมชาติของการลงทุนและพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์ของนักลงทุน ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่มีปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์เป็นปกติธรรมดา ก็ยังคงดำรงอยู่ รวมถึงยังมีปัญหาจากผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงินที่รุนแรงขึ้นภายใต้สถาบันแบบเสรีนิยมใหม่

เช่นนี้แล้ว ข้อเสนอขององค์กรการเงินระหว่างประเทศและนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ ที่มุ่งเน้นในการสร้างตลาดที่สมบูรณ์แบบและระบบบริหารจัดการที่ดีในตลาดการเงิน ทั้งในประเทศและระหว่าง

ประเทศ จึงยังไม่เพียงพอ เพราะไม่สามารถขจัดต้นเหตุแห่งปัญหาอันเกิดจากธรรมชาติของการเปิดเสรีได้ อาทิเช่น ความผันผวนของการลงทุน ปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์ การทวีความรุนแรงของผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงิน การทวีความรุนแรงของพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห่และพฤติกรรมเก็งกำไร นอกจากนี้ การหวังพึ่งทุนข้ามชาติยังลดความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในประเทศ เพิ่มอำนาจต่อรองให้บริษัทข้ามชาติเหนือรัฐ ชุมชน และแรงงาน และสร้างอคติในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคในทางเข้มนวด ดังที่ได้อธิบายไว้ในหัวข้อที่ผ่านมา

นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจึงเสนอ 'ทางออก' ที่สามารถแก้ปัญหาลงไปถึงรากฐานของการเปิดเสรีทางการเงินได้มากกว่า นั่นคือ การลดความผันผวนของทุนเคลื่อนย้าย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้น อันเป็นต้นเหตุสำคัญที่สร้างความผันผวนไร้เสถียรภาพ

มาตรการที่นักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้เสนอคือ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในรูปแบบต่างๆ ซึ่งถูกออกแบบมาเพื่อลดความผันผวนจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยเพิ่มต้นทุนให้การไหลเข้าออกของเงินทุนระยะสั้นและเงินทุนเพื่อการเก็งกำไรเป็นสำคัญ

ในช่วงวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 เป็นที่น่าสังเกตว่าประเทศที่ไม่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 คือประเทศที่ใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ดังเช่น ซิลิ จีน อินเดีย และมาเลเซีย เป็นต้น

สำหรับนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือก มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไม่ใช่ 'ปีศาจที่จำเป็น' แต่เป็น 'ทางออกที่จำเป็น' ในการใช้ชีวิตอยู่ในกระแสโลกาภิวัตน์เสรีนิยมใหม่ และมาตรการดังกล่าวมิได้มีประโยชน์ต่อประเทศกำลังพัฒนาที่มีปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจและปัจจัยเชิงสถาบันอ่อนแอเพียงช่วงเปลี่ยนผ่านเท่านั้น เพราะวิกฤตการณ์การเงินไม่ได้เกิดจากปัจจัยด้านความอ่อนแอ

หรือความไม่พร้อมเชิงสถาบันของประเทศเพียงฝ่ายเดียว แต่มีรากฐานมาจากธรรมชาติอันผันผวนและเต็มไปด้วยความเสี่ยงของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศต่างหาก ซึ่งพร้อมจะลงโทษทั้งประเทศร้ายวยเข้มแข็งและประเทศยากจนอ่อนแอ

6.2 นิชยามของมาตรการ

Epstein, Grabel, and Jomo (2005) ให้นิชยามมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไว้ว่า หมายถึงนโยบายที่มุ่งกำกับ ควบคุม และจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของภาคเอกชน ทั้งทุนไหลเข้า (Capital Inflows) และทุนไหลออก (Capital Outflows) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดการกับ ‘ขนาด’ (Volume) ‘องค์ประกอบ’ (Composition) และ ‘การจัดสรร’ (Allocation) ของทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ นโยบายนี้จะมุ่งกำหนดข้อจำกัดและเงื่อนไขว่าด้วยการไหลเข้าหรือไหลออกของทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ความสามารถในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ต่างประเทศโดยคนในประเทศ ความสามารถในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ในประเทศโดยคนต่างประเทศ การแลกเปลี่ยนเงินตราระหว่างประเทศ เป็นต้น รวมถึงสร้างกติกากในการจัดสรรทุนต่างชาติไปยังภาคเศรษฐกิจภายในประเทศ

กระนั้น Epstein, Grabel, and Jomo (2005) จัดกลุ่มให้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ เป็นเพียงส่วนหนึ่งของมาตรการใหญ่ที่พวกเขาเรียกว่า มาตรการว่าด้วยการบริหารจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Management Techniques) เท่านั้น อีกส่วนหนึ่งนอกเหนือไปจากมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ คือมาตรการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศ (Prudential Management of Domestic Financial Institutions) เช่น การจัดทำแบบรายงานของสถาบันการเงินต่อองค์กรกำกับดูแล การกำหนดมาตรฐานเงินทุนของธนาคาร การกำหนดเงื่อนไขการจัดสรรเงินทุนในประเทศ การจำกัดขอบเขตการ

ประกอบธุรกรรมของสถาบันการเงินท้องถิ่นและต่างชาติ เป็นต้น เนื่องจากมาตรการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินในประเทศส่งผลต่อการไหลเข้าออกของทุนเช่นกัน และมาตรการย่อยทั้งสองส่งผลกระทบต่อทั้งกันและกัน ทั้งผลที่มีลักษณะเสริมกันและขัดกัน⁵

6.3 ประเภทของมาตรการ

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศมีหลายประเภทและหลายระดับ แตกต่างกันไปตามแต่จะเลือกใช้ ไม่มีสูตรสำเร็จตายตัว โดยทั่วไป มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ แบ่งออกเป็น 2 รูปแบบใหญ่ๆ ได้แก่

(1) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยตรง (Direct or Administrative Capital Controls)

หมายถึง มาตรการจำกัดการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยตรง ทั้งเชิงปริมาณ (จำกัดจำนวนของทุน) และคุณภาพ (จำกัดประเภทของทุน) โดยทางการเข้ามามีบทบาทในการกำกับควบคุมตลาดเงินและตลาดทุนที่เชื่อมโยงกับตลาดต่างประเทศ แทนที่จะปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีระหว่างประเทศ ตัวอย่างรูปธรรมของมาตรการ ได้แก่

- การจำกัดเพดานของปริมาณเงินทุนไหลเข้าหรือไหลออก
- การห้ามเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ และเงินลงทุนในสินทรัพย์การเงินจากต่างประเทศ ไหลออกก่อนระยะเวลาที่กำหนด

⁵ Epstein, Grabel, and Jomo (2005) ศึกษาการนำมาตรการว่าด้วยการบริหารจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Management Techniques) ไปใช้ใน 8 ประเทศ ตัวอย่าง ซึ่งแยกมาตรการออกเป็น 2 ส่วนย่อย ได้แก่ (1) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls) และ (2) มาตรการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศ (Prudential Management of Domestic Financial Institutions) ในหนังสือเล่มนี้จะกล่าวถึงเฉพาะ (1) เท่านั้น

- การห้ามเงินต่างชาติเข้ามาลงทุนในกิจกรรมบางประเภท เป็นการเฉพาะ เช่น ห้ามลงทุนในสินทรัพย์การเงิน (Portfolio Investment) หรือห้ามลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เพราะมีความผันผวนและความเสี่ยงสูง จนมีโอกาสนำประเทศเข้าสู่วิกฤตการณ์การเงิน

- การห้ามคนต่างชาติซื้อสินทรัพย์การเงินในตลาดเงิน
- การห้ามคนต่างชาติทำ SWAP ที่ไม่ผูกติดกับธุรกรรมการค้า
- การกำหนดให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนต้องได้รับอนุมัติจากทางการ ซึ่งอาจขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของเจ้าหน้าที่ (Discretionary-based) หรือขึ้นอยู่กับกฎกติกาของทางการ (Rule-based)

(2) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยอ้อม (Indirect or Market-based Capital Controls)

หมายถึง มาตรการที่ทางการไม่ได้จำกัดการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยตรง แต่ปล่อยให้ตลาดการเงินทำงานภายใต้การบังคับใช้ของเครื่องมือบางประเภท เช่น ภาษีการกันสำรอง (Reserve Requirement) ซึ่งส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจเคลื่อนย้ายทุน โดยมาก มาตรการเหล่านี้จะเพิ่มต้นทุนและลดอัตราผลตอบแทนการลงทุนของเงินลงทุนจากต่างประเทศบางประเภท ส่วนใหญ่จะมุ่งจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้น ตัวอย่างรูปธรรมของ มาตรการ ได้แก่

- การเก็บภาษีธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศโดยตรง เช่น แนวคิด Tobin Tax หรือ Entrance Tax ทั้งนี้อัตราภาษีอาจเปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลาที่ทุนอยู่ในประเทศ หรือตามประเภทของทุน เช่น ทุนต่างชาติอายุ 3 เดือนจะเผชิญอัตราภาษีสูงกว่าทุนอายุ 6 เดือน เงินลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้นจะเผชิญอัตราภาษีสูงกว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การเก็บภาษีธุรกรรมระหว่างประเทศทุกประเภทยกเว้น FDI การเก็บภาษีเงินกู้ต่างประเทศ เป็นต้น

- การเก็บภาษีธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศโดยอ้อม เช่น มาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ หรือที่เรียกว่า Non-interest-bearing Compulsory Reserve/Deposit Requirement หรือ Unremunerated Reserve Requirement (URR) มาตรการดังกล่าว เป็นการบังคับให้กันเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศส่วนหนึ่งจากทั้งหมด ตามอัตราที่กำหนดเป็นเงินสำรองที่ไม่ได้รับดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนอื่นใด ธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินต้องนำฝากเงินสำรองส่วนนั้นไว้ที่ธนาคารกลาง โดยได้อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 0 ทั้งนี้ทางการอาจกำหนดให้ฝากเป็นเงินตราสกุลต่างประเทศ หรือเงินท้องถิ่นที่มูลค่าเทียบเท่าก็ได้ และอาจมีข้อกำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับประเภทของเงินทุนต่างชาติที่ต้องอยู่ภายใต้มาตรการนี้ เช่น ยกเว้นกรณี FDI หรือออกแบบ มาตรการให้ส่งผลถึงการตัดสินใจนำเงินทุนออกนอกประเทศในอนาคต เช่น ถ้านำเงินออกก่อน 1 ปี จะไม่คืนเงินสำรองให้ เป็นต้น

นอกจากจัดแบ่งตามลักษณะการควบคุมเป็นการควบคุมโดยตรง และโดยอ้อมแล้ว มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอาจจัดแบ่งประเภทตามเป้าหมายในการจัดการเงินทุนต่างชาติดังได้แก่

(1) มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า (Controls on Capital Inflows)

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามีวัตถุประสงค์เพื่อจัดการในกรณีที่เงินทุนไหลเข้าเป็นจำนวนมาก (โดยส่วนใหญ่ เงินทุนไหลเข้าที่สร้างปัญหาคือเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น หรือ 'เงินร้อน' ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อการเก็งกำไรในหลักทรัพย์หรือพันธบัตร) จนส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศผู้รับการลงทุนแข็งค่ากว่าที่ควรจะเป็น ทำให้ระดับความสามารถในการแข่งขันระหว่างประเทศ (Degree of Competitiveness) ลดลง ส่งผลกระทบต่อภาคส่งออก เพราะราคาสินค้า

ส่งออกของประเทศเพิ่มขึ้น ปริมาณการส่งออกจึงลดลง และส่งผลต่อเนื้อทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง และอาจสร้างปัญหาการขาดทุนบัญชีเดินสะพัดในบั้นปลายได้

ประเทศที่มักเผชิญปัญหานี้คือ ประเทศเศรษฐกิจใหม่ที่เปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในระดับสูง แต่ตลาดเงินและตลาดทุนยังไม่กว้างลึก และแข็งแกร่งเพียงพอ ปัญหาจะยิ่งทวีความรุนแรงขึ้นหากประเทศดังกล่าวนี้มีระดับของการเปิดประเทศ (Degree of Openness) สูง⁶ และพึ่งพิงภาคส่งออกเป็นหลัก [มีสัดส่วนของมูลค่าการส่งออกต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (X/GDP) สูง]

ตัวอย่างประเทศที่ใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า เช่น บราซิล (1993-1997) ชิลี (1991-1998) โคลอมเบีย (1993-1998) มาเลเซีย (1994) เป็นต้น

(2) มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก (Controls on Capital Outflows)

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดการเงินทุนไหลออกในกรณีที่ประเทศเผชิญปัญหาวิกฤตการณ์การเงินอย่างรุนแรงจนกลุ่มทุนต่างชาติหมดความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจของประเทศ หรือมีการโจมตีค่าเงินในประเทศผู้รับทุน โดยเทขายเงินสกุลท้องถิ่น ซื้อเงินตราต่างประเทศ ปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้นักลงทุนถอนเงินลงทุนออกนอกประเทศ หรือไม่ต่ออายุหนี้ต่างประเทศที่ครบกำหนด ซึ่งล้วนสร้างแรงกดดันให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว จนส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงิน ภาคเศรษฐกิจจริง และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ

เช่นเดียวกัน ประเทศที่มักเผชิญปัญหานี้ คือประเทศเศรษฐกิจใหม่ที่เปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในระดับสูง พึ่งพิงเงินทุนต่างชาติ

⁶ ระดับของการเปิดประเทศคำนวณจากสัดส่วนของภาคต่างประเทศในมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ หรือ $[(X+M) / GDP] * 100$ โดยมีหน่วยเป็นร้อยละ

โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้นหรือหนี้ต่างประเทศเป็นเชื้อเพลิงหลักในการพัฒนาเศรษฐกิจและตลาดเงินตลาดทุน ทำให้เศรษฐกิจมีธรรมชาติของความผันผวน และเผชิญความเสี่ยงที่ทุนระยะสั้นจะถอนทุนออกไปอย่างรวดเร็วในปริมาณมาก จนนำมาซึ่งวิกฤตการณ์การเงินและเศรษฐกิจตกต่ำ

ประเทศที่ใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก เช่น มาเลเซีย (1998) สเปน (1992) อาร์เจนตินา (2002) เป็นต้น

6.4 ประโยชน์และต้นทุนของมาตรการ

งานวิจัยจำนวนมากได้ศึกษาผลของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศต่อตัวแปรเศรษฐกิจต่างๆ เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ ราคาของทุน (Capital Cost) อัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น งานส่วนใหญ่นิยมใช้ระเบียบวิธีเศรษฐมิติที่พยายามหาข้อสรุปภาพรวมด้วยการใช้ข้อมูลของหลายประเทศมาทำการวิเคราะห์ (Cross-sectional Econometric Analysis)⁷ หรือศึกษาวิเคราะห์กรณีหลัง เนื้อหาและผลงาน เป็นรายประเทศ (Case Study Analysis)⁸

เนื้อหาในส่วนนี้จะรวบรวมรายการผลกระทบของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ทั้งในส่วนประโยชน์

⁷ โปรดดู Epstein and Schor (1992) Grilli and Milesi-Ferretti (1995) Edwards (1999 และ 2001) เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปจากงานศึกษาที่ใช้วิธีเศรษฐมิติมีข้อพิงระวังเนื่องจากการแปลงระดับความเข้มข้นของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศให้เป็นข้อมูลตัวเลข ยังไม่มีระเบียบวิธีที่ยอมรับกันอย่างเป็นสากล รวมถึงความบกพร่องเชิงคุณภาพของข้อมูลบัญชีทุนที่ยากจะแยกแยะทุนระยะสั้นและทุนระยะยาวออกจากกัน เช่น หนี้ระยะสั้นอาจมีการต่ออายุอยู่ตลอด ในขณะที่การลงทุนระยะยาวในสินทรัพย์การเงินอาจขายทำกำไรในช่วงสั้นๆ ในตลาดรองได้ นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยเชิงนโยบายและสภาพแวดล้อมที่ไม่สามารถควบคุมได้อีกมากมาย แต่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

⁸ โปรดดู Ariyoshi et al. (2000) Rajaraman (2001) Kaplan and Rodrik (2002) Epstein, Gabel and Jomo (2005) เป็นต้น

และต้นทุน เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการประเมินผลประโยชน์สุทธิของการใช้มาตรการดังกล่าวในแต่ละประเทศ

ประโยชน์ของมาตรการกำกับและจัดการ เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศมีข้อดีดังนี้

(1) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ช่วยสร้างเสถียรภาพทางการเงิน (Financial Stability)

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยลดความผันผวนของภาคการเงินและอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงช่วยบรรเทาภาวะตื่นตระหนกทางการเงินเมื่อสถาบันการเงินมีปัญหาทั้งหมดนี้จะช่วยลดโอกาสการเกิดวิกฤตการณ์การเงินที่รุนแรงภายหลังจากเศรษฐกิจเริ่มมีปัญหา เช่น วิกฤตค่าเงิน สถาบันการเงินล้มละลาย นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าวยังช่วยลดความรุนแรงจากผลลุลูกกลมของวิกฤตการณ์การเงินที่เกิดขึ้นในภูมิภาคด้วย

(2) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ช่วยส่งเสริมเงินทุนต่างประเทศประเภทที่พึงปรารถนา

เงินทุนต่างประเทศประเภทที่พึงปรารถนา หมายถึง เงินลงทุนระยะยาวที่ไม่ผันผวน มีเสถียรภาพ และช่วยสร้างงาน สร้างรายได้ ให้แก่เศรษฐกิจของประเทศ รวมถึงสร้างโอกาสในการถ่ายทอดเทคโนโลยีให้แก่ประเทศผู้รับการลงทุน เช่น การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ เป็นต้น

งานวิจัยหลายชิ้น เช่น Epstein, Grabel, and Jomo (2005) ชี้ว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศส่งผลให้องค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้าเปลี่ยนแปลง โดยทำให้สัดส่วนของทุนระยะยาวเพิ่มสูงขึ้น และสัดส่วนของทุนระยะสั้นลดต่ำลง ทั้งนี้เนื่องจาก

มาตรการดังกล่าวเพิ่มต้นทุนให้แก่เงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นและเงินทุนเพื่อการเก็งกำไร ดังนั้น โครงสร้างสิ่งจูงใจจึงเป็นไปในทางส่งเสริมทุนระยะยาวที่มีเสถียรภาพ มีความยั่งยืน และให้ประโยชน์แก่ภาคเศรษฐกิจจริง แต่ในทางกลับกันก็เป็นการลงโทษทุนระยะสั้นที่ไร้เสถียรภาพและสร้างความผันผวนจนกระทบภาคเศรษฐกิจจริง

(3) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ช่วยเพิ่มความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ โดยเฉพาะ นโยบายการเงิน

การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคมักต้องเผชิญภาวะได้อย่างเสียอย่างระหว่างการรักษาเสถียรภาพภายใน (การจ้างงานอย่างเต็มที่) กับการรักษาเสถียรภาพภายนอก (การรักษาดุลบัญชีเดินสะพัด การรักษาค่าเงิน) ตัวอย่างเช่น เมื่อประเทศเผชิญปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ทางการเงินจึงใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลังแบบหดตัวเพื่อลดหรือแก้การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด แต่่นโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้กลับส่งผลด้านลบต่อเศรษฐกิจภายใน เพราะทำให้การจ้างงานลดลง การผลิตลดลง และเศรษฐกิจเติบโตน้อยลง

หรือหากประเทศทำการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ โดยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ ย่อมต้องตรึงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับสูง เพื่อดึงดูดเงินทุนไหลเข้าและรักษาค่าเงินไว้ แต่ขณะเดียวกัน การตรึงอัตราดอกเบี้ยก็ส่งผลให้การลงทุนและการบริโภคภายในประเทศลดลง ซึ่งทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง

การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยให้ประเทศดำเนินนโยบายการเงินได้อย่างอิสระมากขึ้น เพราะทำให้การเคลื่อนย้ายทุนตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศน้อยลง เพิ่มความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยภายนอกประเทศได้มากขึ้น (นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและภายนอกประเทศ

เคลื่อนตัวเข้าหากัน) ทำให้ทางการสามารถปรับอัตราดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจภายในประเทศได้มากขึ้น เช่น หากเศรษฐกิจตกต่ำ ก็สามารถลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้โดยไม่ต้องกังวลว่าทุนต่างชาติจะไหลออก และไม่ต้องกังวลถึงผลของการลดดอกเบี้ยต่ออัตราแลกเปลี่ยนมากนัก

(4) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยลดความรุนแรงของวิกฤตการณ์การเงิน และช่วยให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วขึ้น

ในช่วงที่ประเทศอยู่ภายใต้วิกฤตการณ์เศรษฐกิจ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะช่วยสร้างสิ่งแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบขยายตัว เพื่อเพิ่มการจ้างงาน เพิ่มรายได้ และเพิ่มอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยช่วยลดภาวะได้อย่างเสียอย่างระหว่างการรักษาเสถียรภาพภายในประเทศกับภายนอกประเทศ นับว่าเป็นการบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจและสังคมในช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้อย่างดี และทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วขึ้น

ความมีอิสระในการดำเนินนโยบายเพื่อตอบสนองเป้าหมายในประเทศ มีประโยชน์สำหรับประเทศที่มีปัญหาเศรษฐกิจ โดยเฉพาะประเทศที่มีหนี้ต่างประเทศสูง มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่หรือมีการจัดการอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเข้มงวด และมีระดับการเปิดประเทศสูง มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะทำให้ทางการมีอำนาจเหนือเครื่องมืออัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย โดยสามารถตัดสินใจลดดอกเบี้ยโดยเผชิญหน้ากับข้อจำกัดไม่มาก เช่น ไม่ต้องกังวลเรื่องเงินไหลออก ไม่ต้องกังวลเรื่องการรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยให้ใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยโลก ซึ่งเป็นข้อจำกัดสำคัญภายใต้การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

ต้นทุนของมาตรการกำกับและจัดการ เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ มีข้อเสียดังนี้

(1) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศทำลายความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศ ทำให้เงินทุนเก่าไหลออก และเงินทุนใหม่ไม่กล้าไหลเข้า จนส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว

ในเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศกลายเป็น 'กฎเหล็ก' ที่ประเทศต่างๆ จะล่งละเมิดมิได้ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจึงถูกโจมตีว่าเป็นสิ่งที่เป็นไปได้ ผิดกระแส และไม่เหมาะสมภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่ถูกครอบงำด้วยอุดมการณ์เศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ หากประเทศใดนำมาตรการนี้มาใช้ นักลงทุนต่างชาติจะหมดความเชื่อมั่น พยายามถอนเงินลงทุนออกจากประเทศ ไม่นำเงินลงทุนใหม่เข้ามาในประเทศ ทำให้ขาดแคลนเงินทุน เสียโอกาสในการพัฒนาเศรษฐกิจ ท้ายสุดเศรษฐกิจจะเสียหายทั้งในระยะสั้นและในระยะยาว โดยเฉพาะอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่จะลดลงในระยะยาว⁹

(2) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศทำให้ราคาของทุน (Capital Cost) เพิ่มสูงขึ้น

มาตรการดังกล่าวทำให้ราคาของทุนเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากนักลงทุนต้องจ่ายต้นทุนในการนำทุนเข้าและส่งทุนออกสูงขึ้น รวมทั้ง

⁹ กระนั้น งานวิจัยหลายชิ้นชี้ว่า อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจไม่ได้ลดลงจากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โปรดดู Rodrik (1998) Eichengreen (2002) เป็นต้น

เผชิญความเสี่ยงของระบบที่สูงขึ้น เช่น แม้ว่า ณ วันที่นำเงินทุนเข้าประเทศ จะนำเงินทุนเข้าได้อย่างเสรี แต่ในอนาคตอาจไม่สามารถนำเงินทุนออกได้อย่างเสรี ในประเทศที่มีประวัติของการควบคุมทุน นักลงทุนต่างชาติอาจจะต้องการพรีเอมิยมในการตัดสินใจลงทุน¹⁰ ทำให้ราคาของทุนที่ใช้เป็นเชื้อเพลิงในการพัฒนาเศรษฐกิจแพงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อทางลบต่อการลงทุนและการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศได้

งานวิจัยบางชิ้น เช่น Ocampo (2002) ชี้ว่า วิสาหกิจขนาดเล็กและขนาดกลาง (Small and Medium Enterprises: SMEs) ได้รับผลกระทบจากการเพิ่มสูงขึ้นของราคาทุนมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ซึ่งสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศได้กว้างขวางและหลากหลายกว่า หากมาตรการควบคุมทุนส่งผลให้เงินทุนในประเทศขาดแคลน ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กซึ่งเข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างประเทศได้ยากอยู่แล้ว จะต้องเผชิญต้นทุนการกู้ยืมในตลาดทุนในประเทศสูงขึ้น ทำให้ต้นทุนการประกอบธุรกิจสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงเศรษฐกิจส่วนรวมของประเทศ

(3) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศก่อให้เกิดต้นทุนในการบริหารจัดการ (Administrative Costs) และเปิดช่องให้มีการคอร์รัปชันและการหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เคยใช้กันมา ไม่มีมาตรการใดสมบูรณ์แบบ ล้วนแต่มีช่องโหว่ให้หลีกเลี่ยงได้ จึงต้องมีการปรับแก้มาตรการเพื่อปิดป้องช่องโหว่อยู่เสมอ นอกจากนี้ มาตรการทำนองนี้มักเปิดช่องให้เจ้าหน้าที่ของรัฐใช้ดุลยพินิจในการอนุมัติการทำธุรกรรมต่างๆ จึงเป็นช่องทางให้เกิดการคอร์รัปชันและการแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ

¹⁰ โปรดดู Miller (1999) ซึ่งชี้ว่า นักลงทุนต้องการพรีเอมิยมในประเทศที่ใช้มาตรการกำกับควบคุมเงินทุนไหลออก เช่น มาเลเซียในช่วงหลังวิกฤตการณ์การเงิน 1997

นอกจากนั้น การบังคับใช้นโยบายดังกล่าวให้ได้ผลอาจจำเป็นต้องสร้างระบบกำกับดูแลชิ้นใหม่ เช่น จัดตั้งหน่วยงานหรือฝ่ายที่ทำหน้าที่รับผิดชอบใหม่ หรือออกกฎหมายหรือกฎระเบียบใหม่ ซึ่งล้วนมีต้นทุนในการบริหารจัดการ มีพิกัดต้องพูดถึงประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรโดยรัฐ ซึ่งหลายฝ่ายมองว่ามีประสิทธิภาพต่ำกว่าระบบตลาดเสรี

(4) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศส่งผลเสียต่อการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศ รวมทั้งทำให้การรักษาวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคลดลง

การปกป้องตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศจากคลื่นลมของโลกาภิวัตน์ ทำให้ประเทศไม่ต้องเผชิญแรงกดดันในการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนให้ลึกและกว้างขึ้น อีกทั้งทำให้การปรับตัวเชิงนโยบายและการปรับตัวของภาคเอกชนให้เท่าทันต่อการเปลี่ยนแปลงของโลกไม่เกิดขึ้นหรือเกิดขึ้นช้าลง

นอกจากนั้น เมื่อมีการใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ประเทศมีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัว ซึ่งส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่ออัตราขาดดุลงบประมาณและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด

7

กรณีศึกษา:

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของประเทศชิลี

ประเทศชิลีเป็นตัวอย่างของเศรษฐกิจใหม่ที่นำมาตราการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามาใช้แก้ปัญหาเศรษฐกิจมหภาค เพราะชิลีเผชิญปัญหาเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากภายหลังจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งสร้างความผันผวนต่ออัตราแลกเปลี่ยน ทำให้เกิดปัญหา Overvaluation และส่งผลกระทบต่อ การส่งออกและภาคเศรษฐกิจจริง ปัญหาดังกล่าวเกิดขึ้นกับประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศ หากบริหารจัดการเงินทุนไหลเข้าไม่ดี อาจนำมาซึ่งวิกฤตการณ์การเงินและวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของชิลี ที่ได้รับความสนใจมากและเป็นต้นแบบให้กับหลายๆ ประเทศ ได้แก่ มาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ หรือที่เรียกว่า Non-interest-bearing Compulsory Reserve/Deposit Requirement หรือ Unremunerated Reserve Requirement (URR) มาตรการนี้จะช่วยลดความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้น ทั้งนี้ ชิลีใช้มาตรการดังกล่าวควบคู่ไปกับมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอื่นๆ อีกหลายมาตรการ

ภายหลังวิกฤตการณ์การเงินเอเชีย 2540 นักเศรษฐศาสตร์จำนวนมากให้ความสนใจศึกษาการทำงานของมาตรการดังกล่าว เพราะชิลีถูกมองว่าเป็นประเทศที่ประสบความสำเร็จในการจัดการทุนไหลเข้าแตกต่างจากประเทศแถบเอเชียตะวันออกหลายประเทศที่เผชิญวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในบั้นปลายเพราะไม่สามารถจัดการกับทุนต่างชาติได้ ตัวอย่างของชิลีแสดงให้เห็นว่า มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ถือเป็นมาตรการ ‘ป้องกัน’ ประเทศจากวิกฤตการณ์การเงินได้หากมีการบังคับใช้อย่างเหมาะสม โดยที่ต้นทุนในการบังคับใช้ไม่ได้สูงมากอย่างที่เกรงกลัวกัน

7.1 ภูมิหลัง

แม้ชิลีจะใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในช่วงทศวรรษ 1990 แต่ชิลีไม่ใช่ประเทศที่หันหลังให้กับการค้าเสรีนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่อย่างสิ้นเชิง หากแต่ผสมผสานนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกบางประเภทกับฐานนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ให้เข้ากันอย่างค่อนข้างลงตัว โดยพยายามดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ไปพร้อมกับการสร้างเศรษฐกิจให้มีเสถียรภาพ ทั้งภายในและภายนอกประเทศ อย่างยั่งยืน กล่าวคือพยายามดำเนินนโยบายเศรษฐกิจบนฐานของ ‘ตลาด’ แต่ให้ ‘รัฐ’ กำกับควบคุมส่วนที่ตลาดล้มเหลวในการจัดการ เช่น ความผันผวนในตลาดการเงินระหว่างประเทศ ความเป็นธรรมทางเศรษฐกิจ รวมถึงการสร้างสถาบันภายในประเทศให้เข้มแข็ง

ในช่วงต้นทศวรรษ 1980 ชิลีเผชิญวิกฤตการณ์การเงิน เกิดปัญหาเงินเฟ้อสูง ขาดดุลการคลัง ขาดดุลบัญชีเดินสะพัด อัตราแลกเปลี่ยนผันผวน หนี้ต่างประเทศสูง และระบบธนาคารพาณิชย์อ่อนแอ รัฐบาลในขณะนั้นพยายามจัดการปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้าด้วยการลดอัตราเงินเฟ้อ โดยใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด รักษาดุลการคลัง ดุลบัญชีเดินสะพัด และรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่แข่งขัน

ระหว่างประเทศได้ อีกทั้งได้จัดทำแผนปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อสร้างเศรษฐกิจที่มีเสถียรภาพและยั่งยืน โดยอาศัยประสบการณ์การเรียนรู้จากปัญหาในช่วงสองทศวรรษก่อนหน้า นอกจากนี้ ยังเน้นนโยบายส่งเสริมการส่งออก (Export-led Economic Model) การค้าเสรี การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ การปฏิรูปภาคการเงินและระบบธนาคาร การส่งเสริมการศึกษา การกระจายรายได้ และนโยบายช่วยเหลือคนยากจนและคนว่างงาน

ในช่วงครึ่งหลังของทศวรรษ 1980 สภาพเศรษฐกิจของประเทศซบเซามาก ปัญหาเงินเฟ้อขาดดุลน้อยลง จากร้อยละ 11 ของ GDP ในปี 1984 เป็นร้อยละ 1 ของ GDP ในปี 1988 ระหว่างปี 1984-1988 เศรษฐกิจเติบโตเฉลี่ยร้อยละ 5.7 ต่อปี จนรัฐบาลเริ่มผ่อนคลายความเข้มงวดในการดำเนินนโยบายการคลังในปี 1988

เศรษฐกิจซบเซาเข้าสู่ช่วงร้อนแรงในปี 1989 พร้อมไปกับการลดลงของอัตราดอกเบี้ยโลก ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยของซบเซาอยู่ในระดับค่อนข้างสูง เพื่อกระตุ้นให้เงินเพื่อสูงและรักษาค่าของอัตราแลกเปลี่ยน อีกทั้งในช่วงต้นทศวรรษ 1990 ประเทศเศรษฐกิจใหม่หลายประเทศได้เปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ นักลงทุนต่างชาติจึงสนใจที่จะไปลงทุนและปล่อยกู้ให้กับประเทศเศรษฐกิจใหม่เหล่านั้น ผลที่เกิดขึ้นกับซบเซาคือเงินทุนต่างชาติไหลเข้าประเทศอย่างมหาศาลตั้งแต่ปี 1989 ทำให้ค่าเงินแข็งขึ้น ส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินภายในประเทศ และส่งผลกระทบต่ออีกต่อไปยังภาคเศรษฐกิจจริง

ในการรับมือทุนไหลเข้าระหว่างประเทศในช่วงเริ่มต้น ประเทศซบเซาใช้เครื่องมือ Sterilization เพื่อไม่ให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นมากเกินไป ด้วยการออกพันธบัตรดูดซับเงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้า วิธีนี้จะสร้างภาระต้นทุนแก่ธนาคารกลาง ซึ่งก็คือความแตกต่างระหว่างต้นทุนอัตราดอกเบี้ยในการออกพันธบัตร กับผลได้จากการถือสินทรัพย์ต่างประเทศ¹

¹ Ariyoshi et al. (2000) ประเมินว่า ต้นทุนในการนำ Sterilization ของธนาคารกลางตกประมาณร้อยละ 1 ของ GDP ระหว่างทศวรรษ 1990

ผลของการทำ Sterilization ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งค่อนข้างคงที่ ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับสูง ซึ่งก็จะยิ่งดึงดูดให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้าเพิ่มมากขึ้นอีก กลายเป็นว่าทางออกต้องมีภาระในการทำ Sterilization ต่อไปเรื่อยๆ เป็นวงจรไม่สิ้นสุด แต่การทำ Sterilization แต่ละรอบจะสร้างภาระให้แก่ธนาคารกลางไปเรื่อยๆ ด้วยเหตุนี้ ทางออกจึงเห็นว่า มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะช่วยลดวงจรสร้างภาระหนี้ของธนาคารกลางได้ โดยลดความจำเป็นและขนาดของการทำ Sterilization ลง อีกทั้งยังช่วยปกป้องค่าเงินไม่ให้แข็งค่ามากเกินไปจนส่งผลกระทบต่อ การส่งออก และช่วยลดความร้อนแรงของเศรษฐกิจได้

ซบเซานำมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศมาใช้ในเดือนมิถุนายน 1991 แต่ไม่ได้หมายความว่าซบเซายกเลิกการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศแต่อย่างใด มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าเป็นเพียงมาตรการเสริม เพื่อไม่ให้เกิดการเปิดเสรีสร้างผลที่ไม่พึงปรารถนามากเกินไป โดยเฉพาะการสร้างความผันผวนและผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริง

มาตรการควบคุมทุนของซบเซาเป็นมาตรการควบคุมโดยอ้อมผ่านระบบตลาด เช่น มาตรการกันสำรอง เสมือนหนึ่งเป็นการเก็บภาษีเงินทุนไหลเข้า โดยมีมาตรการควบคุมโดยตรงเป็นตัวเสริม เช่น การกำหนดระยะเวลาขั้นต่ำที่เงินทุนต่างชาติต้องอยู่ในประเทศ ทั้งนี้ควรกล่าวด้วยว่า มาตรการควบคุมทุนดังกล่าวทำงานภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีการจัดการในระดับสูง อย่าง Crawling Peg Exchange Rate Regime หรือระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ซึ่งปล่อยให้ค่าเงินแข็งหรืออ่อนได้ภายในช่วงเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่ทางการกำหนดไว้

7.2 วัตถุประสงค์

ประเทศซบเซาไม่ได้มุ่งหวังจะใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าเพียงชั่วคราวเพื่อลดแรงกดดันจากการแข็งค่าไปเพียงเท่านั้น

แต่ยังมองมาตรการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของชุดนโยบายเศรษฐกิจที่จะช่วยสร้างเศรษฐกิจให้เข้มแข็งและยั่งยืนในระยะยาว ทั้งนี้ วัตถุประสงค์หลักของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของประเทศชิลี ได้แก่

(1) *รักษาเสถียรภาพของทุนไหลเข้า* โดยมุ่งลดจำนวนและความผันผวนของเงินทุนไหลเข้า โดยเฉพาะเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นหรือ 'เงินร้อน' มาตรการดังกล่าวมุ่งป้องกันเศรษฐกิจจากความผันผวนทางการเงิน เช่น ไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนผันผวนเกินไป ไม่ให้ประเทศเผชิญภาวะ 'เงินร้อน' ไหลออกมากและรวดเร็วในอนาคต เป็นต้น นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าวยังช่วยปรับการคาดการณ์ของนักลงทุนไม่ให้คิดและลงทุนไปในทิศทางเดียวกันหมด (One-way Bet) ซึ่งจะช่วยทำลายแรงจูงใจในการเก็งกำไร และป้องกันไม่ให้ค่าเงินโดนโจมตี

(2) *ช่วยลดแรงกดดันของเงินทุนไหลเข้าต่ออัตราแลกเปลี่ยน* ทำให้ค่าเงินของชิลีไม่แข็งค่ามากเกินไป จนบั่นทอนระดับความสามารถในการแข่งขันระหว่างประเทศ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาคส่งออก ดุลบัญชีเดินสะพัด และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ

(3) *ปรับโครงสร้างเงินทุนไหลเข้าโดยเพิ่มสัดส่วนของเงินทุนระยะยาว และลดสัดส่วนของเงินทุนระยะสั้น* ซึ่งจะช่วยสร้างเสถียรภาพและการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว นอกจากนี้ยังมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้เงินทุนไหลเข้าเป็นเงินเพื่อการลงทุนในส่วนของทุนเพิ่มขึ้นแทนที่การลงทุนในส่วนของหนี้

(4) *เพิ่มความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ* โดยเฉพาะการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อให้ตอบสนองเป้าหมายและผลประโยชน์ภายในประเทศได้มากขึ้น เช่น สามารถเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อควบคุมความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ หรือลดอัตราเงินเฟ้อโดยส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและดุลบัญชีเดินสะพัดน้อยลง

(5) *ลดภาระต้นทุนของธนาคารกลางในการจัดการทุนไหลเข้า* เช่น ลดภาระการทำ Sterilization

7.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ

ชิลีเริ่มใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าในเดือนมิถุนายน 1991 มาตรการหลักที่ใช้เป็นการผสมผสานการควบคุมโดยอ้อม เช่น มาตรการกันสำรอง โดยมีมาตรการควบคุมโดยตรงเสริมบ้างเล็กน้อย เช่น มาตรการกำหนดให้เงินทุนไหลเข้าจากต่างชาติต้องอยู่ในประเทศภายในระยะเวลาที่กำหนด เนื้อหาในส่วนนี้จะมุ่งเน้นไปที่มาตรการกันสำรองเป็นหลัก

(1) มาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ (Unremunerated Reserve Requirement: URR)

ตลอดทศวรรษ 1990 มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของชิลีมีการเปลี่ยนแปลงให้สอดคล้องเหมาะสมกับสถานการณ์เศรษฐกิจอยู่ตลอดเวลา ทั้งการปรับเปลี่ยน 'ขอบเขต' ของการควบคุม (เช่น ประเภทของเงินทุนที่ถูกควบคุม) และการปรับเปลี่ยน 'ขนาด' ของการควบคุม (เช่น อัตราการกันสำรอง) ดังแสดงไว้ในตารางที่ 7.1

ตารางที่ 7.1 พัฒนาการของมาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศของชิลี และเหตุผลของการปรับเปลี่ยน

เวลาที่ปรับเปลี่ยน	รายละเอียดของมาตรการ	เหตุผลของการปรับเปลี่ยน
17 มิถุนายน 1991	เริ่มบังคับใช้มาตรการกันสำรองด้วยอัตราที่สำรองร้อยละ 20 โดยต้องกันสำรองไว้ 90 วันสำหรับสินเชื่อบริษัท 90 วัน และกันสำรองไว้ตามระยะเวลาสำหรับสินเชื่อบริษัทที่มีระยะเวลาที่กำหนด ชำระ 90 วันถึง 1 ปี และกันสำรองไว้เป็นระยะเวลา 1 ปีสำหรับสินเชื่อบริษัทที่มีกำหนดชำระเกินกว่า 1 ปี เงินที่ถูกล็อกสำรองต้องฝากไว้ในธนาคารกลางในรูปของเงินตราสกุลเดียวกันกับเงินกู้จากต่างประเทศ โดยไม่มีดอกเบี้ย ธนาคารกลางสามารถเรียกเงินที่กันสำรองไปปล่อยกู้ให้แก่ธนาคารอื่น ๆ ในรูปเงินกู้ที่เป็นเงินตราต่างประเทศ การกันสำรองนี้ถูกเว้นเสียเพื่อการค้า ทั้งนี้ นำลงทุนมีทางเลือก 2 ทางคือ สามารถเลือกที่จะถูกกันสำรองและเก็บไว้ที่ธนาคารกลาง หรือยอมจำนนค่าธรรมเนียมล่วงหน้า (Up-front Fee) เป็นจำนวนเงินเท่ากับจำนวนดอกเบี้ยที่พึงได้จากเงินส่วนที่ต้องถูกกันสำรอง	เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายการเงิน ป้องกันการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยน สามารถใช้นโยบายที่ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในระดับสูงได้ ลดการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้น เพิ่มการไหลเข้าของเงินลงทุนในส่วนของทุนและเงินลงทุนระยะยาว
27 มิถุนายน 1991	อนุญาตให้ผู้สามารถปฏิบัติตามมาตรการกันสำรองด้วยการตกลงซื้อคืนพันธบัตรกับธนาคารกลาง โดยธนาคารกลางขายและซื้อคืนพันธบัตรที่มีมูลค่าเท่ากับการกันสำรองร้อยละ 20 (ที่ LIBOR) กล่าวคือ อนุญาตให้นักลงทุนจ่ายค่าธรรมเนียมล่วงหน้าแทนการถูกกันสำรองและไม่ได้อัตราดอกเบี้ย	กลไกการซื้อคืนพันธบัตรทำให้มีการกันสำรองทันที ส่งผลให้การบังคับใช้มาตรการและการควบคุมติดตามทำได้ง่ายขึ้น
กรกฎาคม 1991	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงเงินกู้ปัจจุบันที่ได้รับการต่ออายุ	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
มกราคม 1992	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงเงินฝากในสกุลเงินตราต่างประเทศที่นำมาฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
พฤษภาคม 1992	เพิ่มอัตราการกันสำรองเป็นร้อยละ 30 โดยยกเว้นเงินกู้โดยตรงจากตลาดการเงินต่างประเทศที่บริษัทเป็นผู้นับ และเปลี่ยนระยะเวลาการกันสำรองเป็น 1 ปีสำหรับเงินฝากกำหนดระยะเวลาชำระ บังคับใช้อัตราการกันสำรองร้อยละ 30 สำหรับทุกธุรกรรม และเพิ่มอัตราซื้อคืนเป็น LIBOR + 2.5%	เพื่อเพิ่มต้นทุนของเงินไหลเข้า และปรับเปลี่ยนแปลงระยะเวลาการกันสำรองให้เป็นมาตรฐานเดียว เพื่อให้ง่ายต่อการบังคับใช้
สิงหาคม 1992	บังคับใช้อัตราการกันสำรองร้อยละ 30 สำหรับทุกธุรกรรม และเพิ่มอัตราซื้อคืนเป็น LIBOR + 2.5%	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการและเพิ่มต้นทุนของเงินไหลเข้า
ตุลาคม 1992	เพิ่มอัตราซื้อคืนเป็น LIBOR + 4%	เพื่อเพิ่มต้นทุนของเงินไหลเข้า

เวลาที่ปรับเปลี่ยน	รายละเอียดของมาตรการ	เหตุผลของการปรับเปลี่ยน
พฤศจิกายน 1994	เงินที่ถูกล็อกสำรองฝากได้เฉพาะเงินเหรียญสหรัฐเท่านั้น โดยไม่เริ่มบังคับใช้ในเดือนมกราคม 1995	เพื่อรักษาสถานะของเงินสกุลท้องถิ่น
กรกฎาคม 1995	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงการฝากเงินในรูปของใบแสดงสิทธิผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นแก่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงในสหรัฐอเมริกา	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
ธันวาคม 1995	การกู้ยืมเพื่อขยายหนี้ได้รับการยกเว้นการกันสำรอง	เงินกู้ที่เริ่มที่ยืมมากเพื่อจ่ายหนี้ที่มีต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำลง และมีระยะเวลาที่หน้าสั้น
พฤษภาคม 1996	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงเงินลงทุนจากต่างประเทศที่มีธรรมชาติและโอกาสในการเก็งกำไร กล่าวคือ การลงทุนโดยตรงที่ไม่ก่อให้เกิดประสิทธิภาพทางการผลิต	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
ธันวาคม 1996	สินเชื่อบริษัทเล็กได้รับการยกเว้นจากการกันสำรอง ทั้งนี้ นิยามของรายเล็กคือ สินเชื่อที่มีวงเงินต่ำกว่า 200,000 เหรียญสหรัฐ หรือเงินกู้สะสมไม่เกิน 12 เดือน ซึ่งมีมูลค่าต่ำกว่า 500,000 เหรียญสหรัฐ	เพื่อลดภาระการบริหารจัดการในการบังคับใช้มาตรการ
มีนาคม 1997	ปรับลดนิยามของสินเชื่อบริษัทเล็กเป็นสินเชื่อที่มีวงเงินต่ำกว่า 100,000 เหรียญสหรัฐ หรือเงินกู้สะสมไม่เกิน 12 เดือน ที่มีมูลค่าต่ำกว่า 100,000 เหรียญสหรัฐ	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
มิถุนายน 1998	อัตราการกันสำรองถูกลดเหลือร้อยละ 10 เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก โดยสินเชื่อระยะสั้นและเงินฝากในสกุลเงินตราต่างประเทศยังคงใช้อัตราเดิม	เพื่อปรับวัตถุประสงค์ของตลาดทุนระหว่างประเทศ
กันยายน 1998	อัตราการกันสำรองลดลงเหลือร้อยละ 0 ทั้งนี้ ย้อนบังคับให้นักลงทุนต่างชาติจัดเงินลงทุนไว้ในประเทศไม่ต่ำกว่า 1 ปี ยังคงบังคับใช้เช่นเดิม	เพื่อปรับวัตถุประสงค์ของตลาดทุนระหว่างประเทศ

ที่มา: Aniyoshi et al. (2000), p. 71 ส่วนรายละเอียดของ Up-front Fee มาจาก Valdés-Prieto and Soto (1998)

มาตรการกันสำรองเริ่มต้นใช้ในเดือนมิถุนายน 1991 โดยมีขอบเขตบังคับกับเงินกู้จากต่างประเทศ (Debt Flows) ในอัตราร้อยละ 20 ส่วนเครดิตที่เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างประเทศ (ซึ่งต้องมีการค้าขายเกิดขึ้นจริงภายใน 6 เดือน) และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ได้รับยกเว้น ไม่ต้องถูกกันสำรอง ดังนั้น เมื่อบังคับใช้มาตรการกันสำรองแล้ว เงินกู้ต่างประเทศทุก 100 เหรียญสหรัฐ ต้องกันสำรองไว้ที่ธนาคารกลาง โดยไม่ได้รับดอกเบี้ย เป็นจำนวน 20 เหรียญสหรัฐ และต้องฝากเงินสำรองนั้นตามระยะเวลาที่กำหนด ด้วยเหตุนี้ การกันสำรองจึงเทียบได้เสมือนหนึ่งการเก็บภาษีต่อหนึ่งหน่วยเวลา ยิ่งเงินทุนเข้ามาอยู่ในประเทศสั้น ก็ยิ่งเสียภาษีดังกล่าวในอัตราที่สูงขึ้น

หลังจากประกาศใช้มาตรการนี้ ทางภาษีได้ปรับรายละเอียดของมาตรการกันสำรองต่อมาอีกหลายครั้ง ในเดือนมกราคม 1992 ภาษีประกาศขยายประเภทของเงินทุนไหลเข้าที่ต้องกันสำรอง เพื่อแก้ปัญหาการหลบเลี่ยงมาตรการของนักลงทุน ได้แก่ การฝากเงินสกุลต่างประเทศไว้กับธนาคารพาณิชย์ ต่อมาในเดือนพฤษภาคม 1992 ภาษียังได้เพิ่มอัตราการกันสำรองจากร้อยละ 20 เป็นร้อยละ 30 เพื่อรับมือกับปัญหาที่หนักหน่วงขึ้น

ในช่วงปี 1995-1996 มาตรการกันสำรองได้ขยายขอบเขตรวมไปถึงเงินไหลเข้าที่เป็นการฝากเงินในรูปแบบของใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (Secondary Depository Receipts: SDRs) รวมถึงเงินลงทุนจากต่างประเทศที่มีธรรมชาติและโอกาสในการเก็งกำไร นั่นคือการลงทุนโดยตรงที่ลงทุนในธุรกรรมที่ไม่ก่อให้เกิดผลผลิต

ขณะที่อัตราการกันสำรองที่ตั้งไว้ร้อยละ 30 นั้น ภาษีบังคับใช้จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 ซึ่งสร้างผลลุกลามไปทั่ว จนเงินทุนไหลเข้าชิลีน้อยลง ในปี 1998 ภาษีจึงปรับอัตราการกันสำรองให้เหลือร้อยละ 0 แทนจะทุกธุรกรรมการเงิน หรือแปลว่า แทนจะไม่มีการใช้มาตรการกันสำรองในทางปฏิบัติ

Gallego et al. (1999) มองว่า แม้จะปรับอัตราการกันสำรองให้เหลือศูนย์ แต่เครื่องมือนี้ยังคงอยู่ในฐานะหนึ่งในทางเลือกเชิงนโยบายที่จะใช้ในอนาคต เพื่อข่มขู่ทางจิตวิทยาต่อนักลงทุนที่ต้องการเข้ามาเก็งกำไรค่าเงินชิลีว่าทางการอาจจัดมาตรการดังกล่าวกลับมาใช้ใหม่ได้ทุกเมื่อ

ในขณะที่ Eichengreen (1999) เสนอว่า มาตรการจัดการทุนไหลเข้าไม่มีความจำเป็นในช่วงปี 1998 อีกต่อไปแล้ว เนื่องจากระบบธนาคารพาณิชย์มีความเข้มแข็งขึ้นจากการปฏิรูประบบกำกับดูแลสถาบันการเงินในช่วงก่อนหน้านี้ จึงไม่จำเป็นต้องมีมาตรการที่บั่นทอนแรงจูงใจในการเข้ามาลงทุนของทุนต่างชาติ

อย่างไรก็ตาม Epstein et al. (2004) มีความเห็นว่า ภาษีไม่ควรยกเลิกมาตรการกันสำรองที่สำคัญในทางปฏิบัติ เพราะในเวลานั้นยังมีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะได้รับผลกระทบจากผลลุกลามของวิกฤตการณ์การเงินในเอเชีย รัสเซีย และบราซิล รวมถึงสภาพปัญหาความไร้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงินในภูมิภาคละตินอเมริกา ซึ่งในเวลานั้น อาร์เจนตินา บราซิล ปารากวัย และอุรุกวัย มีปัญหาทางเศรษฐกิจทั้งสิ้น Epstein et al. (2004) เสนอว่า ทางการควรธำรงมาตรการควบคุมทุนดังกล่าวไว้ โดยอาจจะลดระดับความเข้มข้นลง แต่ไม่ควรยกเลิกให้เหลือร้อยละ 0

Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ให้เหตุผลที่มาตรการกันสำรองมีชีวิตอยู่อย่างยาวนานในเศรษฐกิจชิลีว่า เป็นเพราะ ภาษีมีธรรมเนียมของการใช้มาตรการควบคุมเงินทุนมาพอสมควร ในขณะที่มาตรการกันสำรองถือว่าเป็นมาตรการที่ง่ายในการกำกับควบคุมเมื่อเปรียบเทียบกับมาตรการอื่นๆ อีกทั้งประเทศชิลีมีระดับการคอร์รัปชันต่ำ จึงทำให้การแทรกแซงของรัฐด้วยเครื่องมือที่อิงตลาดอย่างมาตรการกันสำรองนี้ ไม่ถูกนำไปแสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจจนไม่เกิดประสิทธิผล

แม้อัตราการกันสำรองจะลดลงเหลือร้อยละ 0 ในบางธุรกรรม และถูกยกเลิกในบางธุรกรรมในเดือนกันยายน 1998 แต่ชิลียังคงดำเนินมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าอื่นๆ อีก ดังแสดงไว้ในตารางที่ 7.2

ตารางที่ 7.2 สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของชิลี ณ เดือนเมษายน 1999

ประเภทของเงินทุน	มาตรการ กันสำรอง	เพดานขั้นต่ำของ ปริมาณการ ไหลเข้า	เครดิต ขั้นต่ำที่ ลงทุนได้	ระยะเวลา ขั้นต่ำของ เงินลงทุน
การลงทุนโดยตรงจาก ต่างประเทศ - มีวัตถุประสงค์เฉพาะ - อื่นๆ	ไม่มี มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	US\$ 1 ล้าน US\$ 1 หมื่นๆ	...	1 ปี 1 ปี
กองทุนลงทุนจากต่างประเทศ (Foreign Investment Fund)	ไม่มี	US\$ 1 ล้าน	...	5 ปี
ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงใน สหรัฐอเมริกา - ชั้นพื้นฐาน - ชั้นที่สอง	ไม่มี มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	...	BBB สำหรับ ธนาคาร BB สำหรับ บริษัท	...
การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ - Official, Multilateral - Supplier Credit - โดยธนาคารพาณิชย์ - โดยภาคสาธารณะ - ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนโดยตรง	ไม่มี ไม่มี มี (ที่ร้อยละ 10 และได้รับดอกเบี้ย) ไม่มี มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	...	...	...
พันธบัตรออกในตลาด ต่างประเทศ - โดยธนาคารพาณิชย์ - โดยสถาบันไม่ใช่ทางการเงิน	มี (แต่ที่ร้อยละ 0) มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	...	A/B BB, BB-	4 ปี 2 ถึง 4 ปี และ มากกว่า 4 ปี
สินเชื่อบริษัท	มี (ที่ร้อยละ 10 และ ได้รับดอกเบี้ย)	...	...	...
สินเชื่อกิจการค้า	ไม่มี	...	...	...
เงินฝากในสกุลเงินตรา ต่างประเทศ	มี (ที่ร้อยละ 10 และได้รับดอกเบี้ย)	...	...	...

ที่มา: Ariyoshi et Al. (2000), p. 79.

ตารางที่ 7.2 แสดงให้เห็นว่า ในปี 1999 ชิลียังใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าบางประเภทอยู่ ได้แก่ สินเชื่อระยะสั้น และเงินฝากในสกุลเงินตราต่างประเทศ แต่ข้อแตกต่างที่สำคัญคือ เงินที่ถูกกันสำรองไว้จะได้รับดอกเบี้ยเป็นผลตอบแทน ซึ่งแตกต่างจากการใช้มาตรการเริ่มแรกที่ไม่ให้ผลตอบแทนเลย

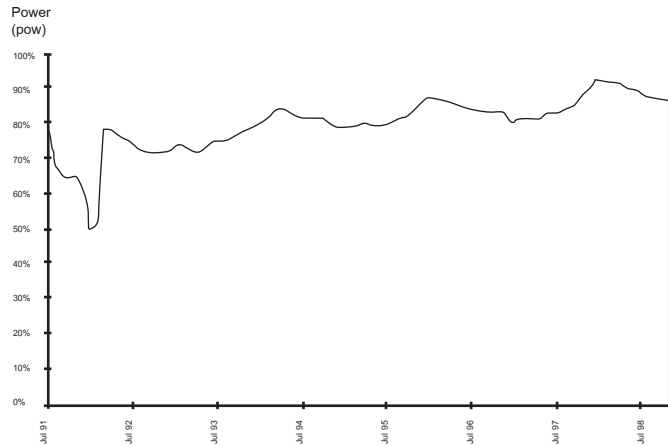
การที่ชิลีพยายามปรับปรุงมาตรการกันสำรองไปตามสถานการณ์และให้มีความยืดหยุ่น ไม่อ่อนเกินไปและไม่แข็งเกินไป อีกทั้งพยายามอุดช่องโหว่ที่พบในทางปฏิบัติ ทำให้มาตรการกันสำรองของชิลีมีบทบาทอย่างต่อเนื่องยาวนานนับทศวรรษ แตกต่างจากกรณีของประเทศอื่นที่ใช้มาตรการดังกล่าวเพียงช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อแก้ปัญหาเฉพาะหน้าและเปิดพื้นที่ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคเท่านั้น ดังเช่น กรณีของประเทศสเปนในปี 1992

Gallego et al. (1999) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดการตัดสินใจเปลี่ยนแปลงมาตรการกันสำรองของผู้กำหนดนโยบาย ซึ่งสะท้อนให้เห็นในรูปของการเปลี่ยนแปลงต้นทุนของมาตรการกันสำรอง พบว่า ปัจจัยที่ทำให้ทางการเพิ่มต้นทุนของมาตรการกันสำรอง ได้แก่ ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสุทธิต่อ GDP อัตราดอกเบี้ยซึ่งปรับด้วยความเสี่ยงประเทศ (Country Risk) และปริมาณเงินที่ไหลเข้าสุทธิไปยังประเทศกำลังพัฒนา ส่วนปัจจัยที่ทำให้ทางการลดต้นทุนของมาตรการกันสำรอง ได้แก่ สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสุทธิระยะยาวต่อ GDP การอ่อนค่าลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยซึ่งปรับด้วยความเสี่ยงประเทศในช่วงเวลาก่อนหน้า และค่าประสิทธิภาพ (Power) ของมาตรการ

ทั้งนี้ ประสิทธิภาพของมาตรการวัดได้จากสัดส่วนของเงินที่ถูกกันสำรองจริงต่อเงินที่ควรถูกกันสำรองทั้งหมด หรือที่ Gallego et al. (1999) เรียกว่า 'Power' ของมาตรการ แผนภาพที่ 7.1 แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรองโดยเฉลี่ยแล้วสูงขึ้นเรื่อยๆ แม้ในช่วงแรกๆ ที่เริ่มใช้จะมีประสิทธิภาพต่ำ เนื่องจากมีการหลบเลี่ยงสูง และ

ไม่มีประสิทธิภาพในการใช้บังคับ แต่ภายหลังทางการก็สามารถปรับตัวได้เป็นอย่างดี และทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

แผนภาพที่ 7.1 ประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรอง (1991-1998)



ที่มา Gallego et al. (1999)

ทั้งนี้ จากข้อมูลของธนาคารกลางชิลีพบว่า ในช่วงแรกของการใช้มาตรการกันสำรอง มาตรการมีขอบเขตครอบคลุมถึงร้อยละ 50 ของเงินไหลเข้าทั้งหมด หลังจากนั้นขอบเขตของมาตรการลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 24 และเพิ่มสูงขึ้นเป็นร้อยละ 30-40 ของเงินทุนไหลเข้าทั้งหมดในปี 1995 หลังจากมีการประกาศขยายฐานประเภทของเงินทุนไหลเข้าที่ต้องถูกกันสำรอง ข้อมูลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า มาตรการดังกล่าวมีขอบเขตครอบคลุมเงินทุนไหลเข้าในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับเงินทุนไหลเข้าทั้งหมดของประเทศ

นอกจากจะช่วยแก้ปัญหาเศรษฐกิจแล้ว ผลพลอยได้ประการหนึ่งของมาตรการนี้คือ สร้างรายได้ให้แก่ทางการชิลี แม้จะไม่สูงมากนัก Valdés-Prieto and Soto (1998) คำนวณรายได้จากอัตราดอกเบี้ยที่พึงได้จากเงินที่ถูกกันสำรองรวมกับค่าธรรมเนียมล่วงหน้า (Up-front Fee)

ซึ่งนักลงทุนสามารถจ่ายเพื่อทดแทนการถูกกันสำรองเงินทุน โดยมีมูลค่าเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่พึงได้จากเงินที่ถูกกันสำรอง ผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า รายได้ของทางการเพิ่มขึ้นจาก 6.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐเมื่อเริ่มต้น เป็น 82.2-102.2 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 1996 โดยมีสัดส่วนของรายได้เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 0.02 ของ GDP เป็นร้อยละ 0.11-0.13 ของ GDP ในช่วงเวลา 6 ปี

ตารางที่ 7.3 รายได้จากมาตรการกันสำรองของประเทศชิลี

ปี	รายได้ (ล้านเหรียญสหรัฐ)	ร้อยละของ GDP
1991	6.3	0.02
1992	27.2	0.06
1993	40.6	0.09
1994	63.0	0.12
1995	73.8	0.11
1996 ^{a)}	82.2 / 102.2	0.11 / 0.13

ที่มา: Valdés-Prieto and Soto (1998)

หมายเหตุ: ^{a)} หากรวมเงินได้จากการกันสำรองเงินฝากในประเทศในสกุลเงินต่างประเทศ รายได้จะเพิ่มขึ้นอีก 20 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็น 102.2 ล้านดอลลาร์สหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 0.13 ของ GDP

รายได้ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เป็นเครื่องยืนยันอีกอย่างหนึ่งว่า ทางการชิลีสามารถปรับตัวเข้ากับการใช้มาตรการดังกล่าวได้อย่างเหมาะสมตามสถานการณ์ เช่น การเพิ่มขอบเขตการครอบคลุมประเภทของเงินทุนและอุดช่องโหว่จากการหลบเลี่ยงมาตรการ ซึ่งส่งผลให้ประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรองเพิ่มสูงขึ้น

ดังที่ได้กล่าวไว้ตอนต้น มาตรการกันสำรองช่วยเพิ่มอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน กล่าวคือ ธนาคารกลางสามารถทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศได้มากขึ้น

เมื่อเทียบกับกรณีไม่มีการใช้มาตรการ โดยไม่เพิ่มแรงจูงใจให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้ามากขึ้น เพราะเงินทุนต่างชาติต้องเผชิญต้นทุนจากมาตรการกันสำรอง

ตารางที่ 7.4 แสดงข้อมูลความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริง (Real Interest Rate Differential) ในช่วงปี 1991-1997 ซึ่งอยู่ระหว่างร้อยละ 3.6-6.6 และแสดงต้นทุนของเงินกู้ต่างประเทศที่อยู่ภายใต้มาตรการกันสำรอง ซึ่งทำให้ต้นทุนของการกู้เงินระยะยิ่งสั้นยิ่งสูงกว่าเงินกู้ระยะยาว ยกเว้นในช่วงก่อนเดือนพฤษภาคม 1992 ที่ยังไม่มีการกำหนดให้กันสำรองเต็ม 1 ปี ไม่ว่าเงินกู้จะมีอายุได้ก่อนเท่าใดก็ตาม จากตารางจะเห็นว่า ต้นทุนจากมาตรการต่อเงินกู้ที่มีอายุ 3 เดือน สูงกว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริงตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 1992 เรื่อยมา และต้นทุนจากมาตรการต่อเงินกู้ที่มีอายุ 6 เดือน สูงกว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริงในปี 1994 1995 และ 1997 ส่วนต้นทุนจากมาตรการต่อเงินกู้ยืม 1 ปี น้อยกว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริงทุกปี

ตารางที่ 7.4 ต้นทุนของมาตรการกันสำรองของประเทศชิลี (1991-1997)

	ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริง	ต้นทุนของมาตรการกันสำรอง (คิดเป็นร้อยละต่อปี) ¹		
		เงินกู้ยืม 3 เดือน	เงินกู้ยืม 6 เดือน	เงินกู้ยืม 1 ปี
1991	3.6	1.5	1.5	1.5
1992 (มกราคม-เมษายน)	6.6	1.1	1.1	1.1
1992 (พฤษภาคม-ธันวาคม)	6.6	7.7	3.9	1.9
1993	6.4	6.9	3.4	1.7
1994	4.1	9.4	4.7	2.4
1995	4.4	10.3	5.1	2.6
1996	5.2	9.4	4.7	2.4
1997	4.0	9.4	4.7	2.4

ที่มา: Ariyoshi et al. (2000), p. 72.

หมายเหตุ: ¹ ต้นทุนของมาตรการกันสำรองโดยเป็นร้อยละของเงินกู้ (URR Tax Rate in Percent of Loanable Funds) สามารถคำนวณได้จากสูตร $t = \frac{r(i^*+s)T/(1-r)}{D}$

โดยที่ t คือ ต้นทุนของมาตรการกันสำรอง (Implied Tax Rate) ต่อหนึ่งหน่วยเวลา ต่อเงิน 1 หน่วยที่ยังเหลือไว้หาประโยชน์ได้

r คือ อัตราการกันสำรอง (คิดเป็นร้อยละของทุนทั้งหมด)

i^* คือ ร้อยละอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินที่มีการบังคับใช้การกันสำรอง

s คือ อัตราดอกเบี้ยเพื่อชดเชย Country Risk และ Credit Risk ของนักลงทุน ถ้าประเทศมี Country Risk เพิ่มขึ้น จะต้องลดอัตราการกันสำรองลง หากต้องการให้ต้นทุนของเงินทุนมีระดับคงเดิม เช่น ในกรณีของชิลี ที่ลดอัตราการกันสำรองในปี 1998 หลังจากมีความเสี่ยงที่จะเกิดวิกฤตเศรษฐกิจจากผลลุลูกกลมของวิกฤตการณ์การเงินในเอเชีย

T คือ ระยะเวลาที่กำหนดในมาตรการกันสำรอง

D คือ ระยะเวลาลงทุนของเงินทุนไหลเข้า

จากสูตรการคำนวณ ต้นทุนที่เกิดจากการกันสำรองมีลักษณะเหมือน Tobin Tax แบบอสมมาตร เนื่องจากร้อยละของต้นทุนต่อขนาดของสินเชื้อมีค่าคงที่ ไม่ว่าเงินกู้จะมีกำหนดระยะเวลาชาระนานเท่าใด ดังนั้น เมื่อคิดต่อหนึ่งหน่วยเวลา เงินกู้ที่อยู่ในประเทศระยะสั้นต้องเผชิญต้นทุนสูงกว่า

(2) มาตรการเสริม

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ไม่ได้ทำงานอย่างโดดเดี่ยว แต่ทำงานประกอบกับชุดนโยบายอื่นๆ ที่ส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการ ตัวอย่างเช่น

- การกำหนดระยะเวลาขั้นต่ำที่เงินทุนต่างชาติต้องอยู่ในประเทศ (Minimum Stay Requirement หรือ Resident Requirement) มาตรการนี้เริ่มใช้ในเดือนมิถุนายน 1991 พร้อมกับมาตรการกันสำรอง โดยกำหนดให้เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) และการลงทุนในสินทรัพย์ (Portfolio Investment) ต้องอยู่ในประเทศไม่น้อยกว่า 1 ปี
- มาตรการกำหนดเงื่อนไขระดับเครดิตขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์และบริษัทที่สามารถกู้เงินต่างประเทศได้
- มาตรการกำหนดเงื่อนไขระดับเครดิตขั้นต่ำของสินทรัพย์ที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทสามารถไปลงทุนได้
- มาตรการจัดเก็บภาษีเงินกู้ต่างประเทศในอัตราร้อยละ 1.2 ต่อปี

นโยบายสำคัญประการหนึ่งซึ่งส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการจัดการทุนก็คือ นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ตลอดช่วงเวลาดังกล่าวใช้มาตรการภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Crawling Peg Exchange Rate Regime ซึ่งใช้มาตั้งแต่ช่วงทศวรรษ 1980 ซิลีได้ปรับค่าเงินอ้างอิงทางการ (ค่ากลางของช่วงเคลื่อนไหว) และขยายช่วงเคลื่อนไหว (Band) ของอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงปรับองค์ประกอบของตะกร้าเงิน ดังตารางที่ 7.5 และ 7.6

ตารางที่ 7.5 การปรับค่าเงินอ้างอิงทางการของประเทศซิลี (1984-1997)

วันที่ (ปี.เดือน)	การเปลี่ยนแปลง	ทิศทางการ เปลี่ยนแปลง
1984.09	23.7%	ลดค่าเงิน
1985.02	9.1%	ลดค่าเงิน
1985.07	8.5%	ลดค่าเงิน
1991.04	1.4%	ขึ้นค่าเงิน
1991.06	2.0%	ขึ้นค่าเงิน
1992.01	5.0%	ขึ้นค่าเงิน
1994.12	9.7%	ขึ้นค่าเงิน
1997.01	4.0%	ขึ้นค่าเงิน

ที่มา: Morandé (2001)

ตารางที่ 7.6 การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศซิลี (1984-1999)

วันที่ (ปี.เดือน)	ความกว้างของ ช่วงเคลื่อนไหว	องค์ประกอบของตะกร้าเงิน			เงินเพื่อจาก ภายนอก เพื่อการปรับตัว	เงินเพื่อ ภายในประเทศ เพื่อการปรับตัว
		US\$	Yen	Mark		
84.08 - 85.06	± 0.5%	100%	0%	0%	3.6%	Lagged
85.07 - 87.12	± 2.0%	100%	0%	0%	3.6%	Lagged
88.01 - 89.05	± 3.0%	100%	0%	0%	3.6%	Lagged
89.06 - 91.02	± 5.0%	100%	0%	0%	3.6%	Lagged
91.03 - 91.06	± 5.0%	100%	0%	0%	0%	Lagged
91.06 - 91.11	± 5.0%	100%	0%	0%	3.6%	Lagged
91.12 - 91.12	± 5.0%	100%	0%	0%	2.4%	Lagged
92.01 - 92.04	± 10.0%	100%	0%	0%	2.4%	Lagged
92.05 - 92.06	± 10.0%	100%	0%	0%	1.2%	Lagged
92.07 - 94.11	± 10.0%	50%	20%	30%	2.4%	Lagged
94.12 - 95.11	± 10.0%	45%	25%	30%	2.4%	Lagged
95.12 - 96.12	± 10.0%	45%	25%	30%	2.4%	Lagged
97.01 - 98.07	± 12.5%	80%	5%	15%	2.4%	Lagged
98.07- 98.09	-3.0% + 2.5%	80%	5%	15%	2.4%	Lagged
98.09 - 98.12	± 3.5%*	80%	5%	15%	0%	Target
98.12 - 99.09	± 8%	80%	5%	15%	0%	Target

ที่มา: Morandé (2001)

นโยบายหลักที่ส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการจัดการทุนไหลเข้าคือ การปฏิรูประบบกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินในประเทศ เช่น การกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลข่าวสาร กฎกติกากว่าด้วยการจัดประเภทเงินกู้และการจัดสรรเงินกู้ กฎกติกากี่ยวกับการลดความเสี่ยงจากการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ กฎกติกากี่ยวกับการคงสภาพคล่องและการแก้ไขปัญหาล้มละลายของสถาบันการเงิน

ความสำเร็จในการปฏิรูปดังกล่าว สะท้อนให้เห็นจากตัวเลขหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Nonperforming Loans) ที่ลดลงเหลือร้อยละ 1.68 ของเงินปล่อยกู้ทั้งหมด ณ สิ้นเดือนมีนาคม 1999 หรือจากการที่ธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานสัดส่วนเงินกองทุน

ต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy Ratio) ของ BIS (Bank of International Settlement) ได้ครบถ้วน โดยมีค่าเฉลี่ยสูงเกินเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ที่ระดับร้อยละ 11.5

นอกจากนั้น นโยบายอื่นๆ ที่ทางการชิลีดำเนินการไปพร้อมกับมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าคือ การเปิดเสรีแก่เงินทุนขาออกตั้งแต่ปี 1991 จนถึงเดือนกุมภาพันธ์ 1999 โดยผ่อนคลายนโยบายให้เงินทุนสามารถไหลออกจากประเทศได้ง่ายขึ้น เพื่อลดแรงกดดันจากเงินทุนไหลเข้าอีกทางหนึ่ง นอกจากนี้ ยังใช้การดำเนินนโยบายการคลังอย่างเข้มงวด (เมื่อมีการใช้มาตรการกันสำรอง ดุลงบประมาณถูกปรับจากขาดดุลมาเป็นเกินดุล) และนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่อง เป็นต้น

โดยรวมแล้ว ชิลีถือว่าเป็นประเทศที่มีความเข้มงวดของการทำธุรกรรมระหว่างประเทศโดยรวมอยู่ในระดับค่อนข้างสูง Ariyoshi et al. (2000) ซึ่งให้เห็นว่า ดัชนีระดับการควบคุมการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ (Indices of Exchange Controls) ของชิลีอยู่ที่ 0.56 ในขณะที่ประเทศอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.09 และประเทศกำลังพัฒนาโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.36 หากพิจารณาแยกย่อยลงไปจะพบว่า ความเข้มงวดในการกำกับควบคุมบัญชีทุนของชิลีสูงถึง 0.89 เมื่อเทียบกับประเทศอุตสาหกรรมที่โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.12 และประเทศกำลังพัฒนาที่โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.55 ส่วนความเข้มงวดในการกำกับควบคุมบัญชีเดินสะพัดของชิลีอยู่ที่ 0.22 เมื่อเทียบกับประเทศอุตสาหกรรมที่โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.05 และประเทศกำลังพัฒนาที่โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.18

ระดับการควบคุมที่ค่อนข้างเข้มงวดในบัญชีหลักของบัญชีดุลการชำระเงิน ทำให้เงินทุนไหลเข้าและเงินทุนไหลออกในธุรกรรมประเภทต่างๆ ต้องผ่านตลาดเงินตราต่างประเทศที่เป็นทางการ กล่าวคือ ต้องผ่านสถาบันการเงินที่ได้รับการอนุญาตให้ทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตรา สถาบันเหล่านี้ต้องรายงานการทำธุรกรรมทั้งหมดให้ธนาคารกลางรับทราบ ทำให้ฐานข้อมูลเกี่ยวกับการทำธุรกรรมระหว่างประเทศ

ของชิลีค่อนข้างสมบูรณ์โดยเปรียบเทียบ และสามารถติดตามผลของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนได้

7.4 ผลของมาตรการ

เนื้อหาในส่วนนี้จะสำรวจงานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า โดยเฉพาะมาตรการกันสำรองในประเด็นต่างๆ ดังต่อไปนี้

(1) ผลต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ

จากตารางที่ 7.7 จะเห็นได้ว่า ในช่วงทศวรรษ 1990 ที่ชิลีบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า เศรษฐกิจยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง มีหน้าซ้ำ อัตราการเติบโตของ GDP และ GDP ต่อหัวโดยเฉลี่ยสูงขึ้นกว่าช่วงเวลาก่อนหน้าเสียอีก ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อและสัดส่วนการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ต่ำลงกว่าเดิมมาก อย่างไรก็ตามการออมจากภาคต่างประเทศได้ลดต่ำลง เช่นเดียวกับอัตราแลกเปลี่ยนที่อ่อนค่าลงด้วยเช่นกัน

ตารางที่ 7.7 ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของประเทศชิลี (1961-1997)

	1961-74	1975-81	1982-89	1990-97
GNS/GDP (%)	12.5	11.4	12.1	24.7
FS/GDP (%)	2.3	5.6	6.2	2.4
GDP Growth (%)	3.3	4.4	2.6	6.7
Per Capita GDP Growth (%)	1.1	2.9	0.9	5.1
Inflation Rate (%)	88.06	115.26	19.84	13.64
Exchange Rate (CLP/ US\$)	0.05	26.63	164.17	383.67
CA Balance/GDP (%)	N/A	-6.26	-6.05	-3.00

ที่มา: Schmidt-Hebbel (1998)

หมายเหตุ: GNS = Gross Net Saving หรือการออมรวม ณ ราคาปัจจุบัน
 FS = Foreign Saving หรือการออมจากต่างประเทศ ณ ราคาปัจจุบัน
 CA = Current Account หรือดุลบัญชีเดินสะพัด

แม้มาตรการดังกล่าวจะไม่ทำให้อัตราการเติบโตโดยเฉลี่ยลดลงจากระดับเดิม แต่ Gallego et al. (1999) ชี้ว่า มาตรการนี้ส่งผลให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง 'กว่าระดับที่ควรจะเป็น' (เทียบกับกรณีที่ไม่ใช้มาตรการ) งานศึกษาดังกล่าวแสดงข้อมูลว่า มาตรการกันสำรองทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 2-3 ต่อปี และทำให้อัตราการเติบโตของจีดีพีลดลงโดยเฉลี่ยกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับกรณีที่ไม่ใช้มาตรการ ร้อยละ 0.46 ต่อปี กล่าวคือ หากจีดีพีไม่ได้ใช้มาตรการกันสำรอง อัตราการเติบโตของจีดีพีจะสูงขึ้นกว่าระดับที่เป็นจริงประมาณร้อยละ 0.46 ต่อปี ทั้งนี้ อัตราการเติบโตที่สูญเสียไประหว่างปี 1991-1997 อยู่ระหว่างร้อยละ 3.2-5.8 คิดเป็นต้นทุนแก่สังคมส่วนรวมประมาณร้อยละ 11 ของ GDP รวมตลอดช่วงเวลา²

(2) ผลต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ

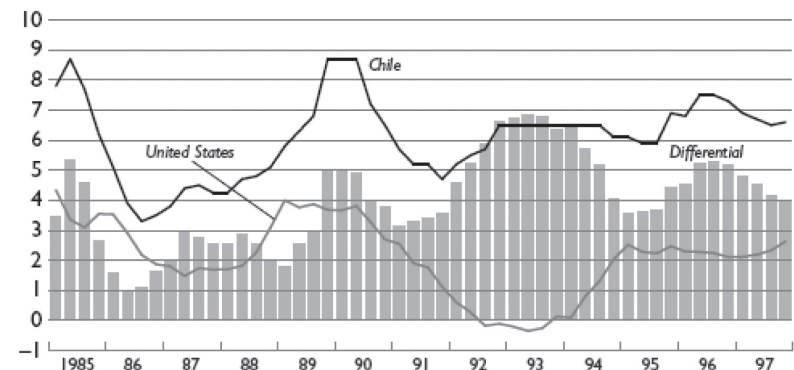
งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนหนึ่ง เช่น งานวิจัยของ Herrera and Valdés (1999) Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Edwards (1998) ชี้ให้เห็นว่า ชิลีสามารถคงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยให้สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศได้ จากการสังเกตข้อมูลอัตราดอกเบี้ย ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 3.1 โดยเฉลี่ยในช่วงปี 1985-1991 เป็นร้อยละ 5.2 โดยเฉลี่ยในช่วงปี 1992-1997 ทั้งนี้เป็นผลมาจากมาตรการกันสำรอง รวมถึงการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกลดลง

นักเศรษฐศาสตร์มองว่า ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจากมาตรการกันสำรอง เป็นเครื่องยืนยันว่ามาตรการกันสำรองทำให้นโยบายการเงินในชิลีมีประสิทธิภาพสูงขึ้น ตัวอย่างเช่น Gallego et al. (1999) พบว่า

² กระนั้น มาตรการกันสำรองถูกนำมาใช้ในช่วงที่เงินทุนไหลเข้ามหาศาล อันเป็นผลจากภาวะเศรษฐกิจร้อนแรง การที่มาตรการดังกล่าวลดอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลงกว่าระดับที่ไม่มีการใช้มาตรการ อาจไม่ใช่ปัญหา มีหน้าซ้ำ อาจเป็นข้อดี เพราะลดแรงกดดันต่อภาวะเงินเฟ้อและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด โดยที่ไม่ทำให้ระดับของการเติบโตต่ำกว่าช่วงก่อนหน้า

ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยมีที่มาจากประสิทธิภาพของมาตรการ (Power) ไม่ใช่ตัวอัตราดอกเบี้ยกันสำรอง มาตรการกันสำรอง ณ ระดับ Power Index ที่ 0.8 จึงมีส่วนช่วยขยับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยให้ธนาคารกลางสามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้สูงขึ้นได้ 9 Basis Point³ โดยไม่ส่งผลต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ แม้จะมีผลเล็กน้อยมาก แต่ก็เป็นสัญญาณบ่งชี้ความมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางชิลี

แผนภาพที่ 7.2 ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของประเทศชิลี (1985-1997)



ที่มา: Ariyoshi et al. (2000) อ้างจาก Laurens and Cardoso (1998)

อย่างไรก็ตาม Edwards (1999a) และ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ได้แย้งว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าที่บังคับใช้ตั้งแต่ปี 1991 เป็นต้นมา มีผลต่อพฤติกรรมของอัตราดอกเบี้ยในชิลีเพียงเล็กน้อยและชั่วคราวเท่านั้น โดย Edwards (1999a) ชี้ประเด็นว่า ข้อสรุปของงานศึกษาหลายชิ้นที่ชี้ว่าการกันสำรองทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการศึกษาผลจากการทำ Sterilization ต่ออัตราดอกเบี้ย แต่ทั้งนี้ ถึงแม้มาตรการกันสำรองจะไม่มี

³ 1 Basis Point เท่ากับ 1/100 ของร้อยละ 1

ผลต่ออัตราดอกเบี้ยโดยตรง Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ก็เสนอว่า มาตรการกันสำรองเป็นมาตรการสำคัญที่ชิลีใช้ควบคู่ไปกับการดำเนินนโยบายการเงินแบบหดตัว เช่นเดียวกับ LeFort and Budenich (1997) สนับสนุนว่า ธนาคารกลางของชิลีมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินแบบหดตัวมากขึ้น เนื่องจากมีแรงสนับสนุนจากการใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า

นอกจากนั้น Valdés-Prieto and Soto (1998) พบว่า ในทางปฏิบัติ ความมีอิสระทางการเงินที่เพิ่มขึ้นไม่ได้เป็นผลโดยตรงจากการคงอยู่ของส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอไป แต่เป็นผลมาจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่ภายใต้ระบบ Crawling Peg Exchange Rate Regime มากกว่า ทั้งคู่พบว่า ภายหลังจากใช้มาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นสุทธิไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการตอบสนองของมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสุทธิต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (ค่าความยืดหยุ่นของเงินไหลเข้าต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย) ก็ไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ด้วยเหตุนี้ Valdés-Prieto and Soto (1998) จึงสรุปว่า อิสระในการดำเนินนโยบายการเงินของชิลีไม่ได้เพิ่มขึ้นในช่วงที่มีการใช้มาตรการกันสำรอง

(3) ผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน

Epstein, Grabel, and Jomo (2004) วิเคราะห์ว่า การที่ประเทศชิลีใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น รวมไปถึงระบบ Crawling Peg Exchange Rate Regime และการทำ Sterilization ทำให้โอกาสที่อัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าขึ้นจนเกิดปัญหาต่อดุลบัญชีเดินสะพัดลดลง ผลของการใช้นโยบายคือ ค่าเงินชิลีแข็งค่าขึ้นน้อยกว่าประเทศอื่นๆ ในละตินอเมริกา รวมทั้งการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ก็น้อยกว่าด้วย อีกทั้งเงินชิลีไม่เคยถูกโจมตีค่าเงินในช่วงวิกฤตการณ์การเงินเม็กซิโกและวิกฤตการณ์การเงินเอเชียเลย

งานวิจัยหลายชิ้นศึกษาผลของมาตรการกันสำรองต่ออัตราแลกเปลี่ยน ตัวอย่างเช่น Soto (1997)⁴ พบว่า หากพิจารณาจากข้อมูลเงินทุนไหลเข้าสุทธิในช่วงเดือนมกราคม 1991 ถึงเดือนมิถุนายน 1996 มาตรการกันสำรองไม่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง แต่ผลลัพธ์จะแตกต่างออกไปหากพิจารณาโดยใช้ข้อมูลสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ระยะกลางและระยะยาวเป็นตัววัดเงินทุนไหลเข้าสุทธิ ผลการศึกษาพบว่า มาตรการกันสำรองมีส่วนช่วยลดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน กล่าวคือ มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ช่วยลดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงลงร้อยละ 20

ขณะที่ Edwards (1998) ใช้การเปลี่ยนแปลงสถานะเงินสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางเป็นตัววัดการไหลเข้าออกของเงินทุนในช่วงเดือนมกราคม 1981 ถึงเดือนมิถุนายน 1996 พบว่า มาตรการกันสำรองไม่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริง ผลดังกล่าวตรงกับผลการศึกษาของ Valdés-Prieto and Soto (1998) และ Gallego et al. (1999) ซึ่งมีข้อสรุปเช่นกันว่า มาตรการกันสำรองไม่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนแท้จริง แม้กระทั่งในระยะสั้นหลังบังคับใช้มาตรการ

งานชิ้นที่น่าสนใจได้แก่ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ซึ่งพยายามหาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้มาตรการกันสำรองกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน โดยลองใช้โมเดลทางเศรษฐมิติหลายรูปแบบมาทดสอบ⁵ ผลที่ได้คือ โมเดลแต่ละรูปแบบให้คำตอบที่แตกต่างกัน โดยผลจากโมเดล VAR ชี้ให้เห็นว่า มาตรการกันสำรองทำให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลง ขณะที่โมเดลเศรษฐมิติอื่นไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการใช้มาตรการกันสำรองและการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน

⁴ อ้างจาก Gregorio, Edwards, and Valdés (2000)

⁵ งานศึกษาของ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ทดสอบผลของมาตรการต่ออัตราแลกเปลี่ยนโดยใช้วิธีเศรษฐมิติแบบ VAR (Vector Auto Regressive) OLS (Ordinary Least Square) และ GLS (General Linear Least Square)

กระนั้น แม้ว่าผลของงานศึกษาเชิงเศรษฐมิติจะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการจัดการทุนไหลเข้ากับอัตราแลกเปลี่ยน ก็เชื่อว่ามาตรการกันสำรองจะไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนเสียเลย ต้องไม่ลืมว่าเหตุที่มีการใช้มาตรการกันสำรองเนื่องจากมีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากจนเกิดแรงกดดันให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น การที่ภายหลังจากใช้มาตรการกันสำรองแล้วค่าเงินไม่แข็งขึ้น (แม้จะไม่ต้องถึงกับทำให้ค่าเงินอ่อนลง) อาจนับได้ว่ามาตรการดังกล่าวประสบความสำเร็จแล้ว

(4) ผลต่อโครงสร้างเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ

Epstein, Grabel, and Jomo (2004) เสนอว่า มาตรการจัดการเงินทุนไหลเข้าช่วยลดโอกาสไม่ให้ 'เงินร้อน' ที่มีธรรมชาติแห่งความผันผวนและมีลักษณะซึพจรลงเท้าเข้ามา เพราะเงินยิ่งร้อน (ยิ่งอยู่ในประเทศสั้น) ก็ยิ่งต้องเผชิญต้นทุนของการเข้ามาลงทุนในประเทศสูง การบังคับให้เงินทุนต่างชาติต้องอยู่ในประเทศอย่างน้อย 1 ปีหากต้องการเข้ามาลงทุน ส่งสัญญาณว่าประเทศชิลีต้อนรับเงินลงทุนระยะยาว และป้องกันกรณีที่เงินทุนระยะสั้นแฝงตัวเข้ามาในรูปแบบการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ นอกจากนี้ การเก็บภาษีเงินกู้ต่างประเทศยังลดแรงจูงใจที่จะสร้างหนี้ต่างประเทศ ซึ่งเป็นชนวนเหตุแห่งวิกฤตการณ์การเงินในประเทศเม็กซิโกและในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียง

งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากชี้ว่า มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของชิลี ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบและโครงสร้างการไถ่ถอน (Maturity Structure) ของเงินทุนไหลเข้าสู่ชิลีให้มีสัดส่วนของเงินทุนระยะกลางหรือระยะยาวมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ภายหลังจากการควบคุมเป็นไปอย่างเข้มข้นในปี 1994-1995 ตัวอย่างของงานเหล่านี้เช่น Ffrench-Davis and Reisen (eds) (1998) LeFort and Budenvich (1997) Palma (2000) Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Gallego et al. (1999) เป็นต้น

งานศึกษาเหล่านี้ส่วนใหญ่พบว่า ภายหลังจากบังคับใช้นโยบายโครงสร้างหนี้ต่างประเทศได้เปลี่ยนไปเป็นหนี้ระยะยาวมากขึ้น สัดส่วนของหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ทั้งหมดลดลงจากร้อยละ 25 ในปี 1990 มาเป็นร้อยละ 12 ในปี 1998 นอกจากนี้ การแสวงหาเงินทุนภายนอกประเทศยังเปลี่ยนแปลงรูปแบบจากหนี้ต่างประเทศ มาเป็นเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ ซึ่งกลายมาเป็นองค์ประกอบสำคัญของเงินทุนไหลเข้า อีกทั้งการที่มาตรการมีส่วนรั่วไหลหรือมีการหลบเลี่ยงมาตรการอยู่บ้าง ไม่มีนัยสำคัญทางด้านเศรษฐกิจมหภาค

ยิ่งไปกว่านั้น แม้ชิลีได้บังคับใช้มาตรการจัดการเงินทุนไหลเข้า แต่ปรากฏว่าชิลียังคงได้รับเงินทุนต่างประเทศต่อ GDP สูงกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค ทั้งนี้ ปริมาณทุนไหลเข้าที่ชิลีได้รับไม่ได้ลดลงจากการใช้นโยบาย ทุนไหลเข้าจะปรับลดลงก็แต่ในระยะสั้นเท่านั้น Laurens and Cardoso (1998) ชี้ให้เห็นว่า เงินทุนต่างชาติ โดยเฉพาะเงินลงทุนระยะยาวจากต่างประเทศ ไม่ได้ไหลออก หรือไม่ได้เกรงกลัวที่จะเข้ามาลงทุนเมื่อมีการบังคับใช้นโยบายจัดการทุน นอกจากเงินทุนต่างชาติจะไม่ลดปริมาณลงแล้ว ยังมี 'คุณภาพ' เพิ่มมากขึ้นด้วย

ตารางที่ 7.8 แสดงให้เห็นว่า เงินทุนไหลเข้าสู่ชิลีต่อ GDP ของชิลีในช่วงที่บังคับใช้มาตรการ ไม่ได้ลดต่ำกว่าช่วงก่อนหน้า (ปี 1982-1989) ไม่ว่าจะคิดเป็นสัดส่วนต่อ GDP ณ ราคาปัจจุบัน หรือ GDP ณ ราคาของปี 1986 ก็ตาม

การจัดแบ่งช่วงเวลาตามตารางที่ 7.8 เป็นการจัดแบ่งในเชิงประวัติศาสตร์ดังนี้ (1) ช่วงก่อนปี 1971 สะท้อนช่วงที่เศรษฐกิจชิลีมีเสถียรภาพ (2) ช่วง 1971-1973 เป็นช่วงเศรษฐกิจสังคมนิยม (3) ช่วง 1974-1981 เป็นช่วงเวลาหนึ่งรอบวัฏจักรเศรษฐกิจภายใต้รัฐบาลเผด็จการทหาร ซึ่งมีการปฏิรูปเศรษฐกิจไปทางเศรษฐกิจตลาดเสรี ภายใต้วงเวลานี้ เศรษฐกิจเริ่มตกต่ำอย่างหนักในปี 1974-1975 จนพลิกกลับสู่ภาวะเฟื่องฟูในตอนปลายทศวรรษ 1970 ถึงต้นทศวรรษ 1980 (4) ช่วง 1982-1989 เป็นช่วงวิกฤตการณ์หนี้ และช่วงข้ามพ้นอุตุการณ์

เศรษฐกิจ กล่าวคือ ซิลีใช้นโยบายเศรษฐกิจที่เอาชนะปัญหาได้จริงในทางปฏิบัติ (Pragmatism in Economic Policy) โดยระหว่างปี 1982-1985 เศรษฐกิจตกต่ำอย่างหนัก ส่วนระหว่างปี 1985-1989 เป็นช่วงเศรษฐกิจฟื้นตัว และ (5) ช่วง 1990-1996 เป็นช่วงที่อยู่ภายใต้รัฐบาลประชาธิปไตย ซิลีเผชิญปัญหาเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากตามเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และมีการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้า

ตารางที่ 7.8 สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิต่อ GDP ของประเทศชิลี ในแต่ละช่วงเวลา

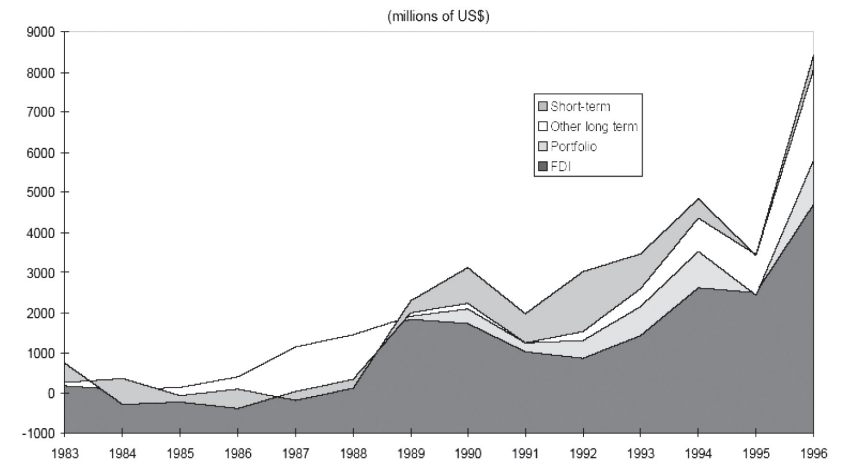
ช่วงเวลา	สัดส่วนต่อ GDP ณ ราคาปัจจุบัน	สัดส่วนต่อ GDP ณ ราคาคงที่ปี 1986
1960-1970	2.6	4.3
1971-1973	1.2	2.1
1974-1981	9.0	12.4
1982-1989	5.3	6.3
1990-1996 ^{a)}	5.8	6.4

ที่มา: Agosin and Ffrench-Davis (1998)

หมายเหตุ: ^{a)} ไม่ได้รวมการชำระหนี้ก่อนครบกำหนดในปี 1995-96

ส่วนแผนภาพที่ 7.3 แสดงปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิโดยแยกองค์ประกอบ มาตรการกันสำรองส่งผลต่อเศรษฐกิจเพียงระยะสั้น แต่ไม่บั่นทอนแรงจูงใจที่จะเข้ามาลงทุนในระยะกลางและระยะยาว การลงทุนอาจลดลงมากเมื่อมี Shock ทางนโยบาย เช่น กระทบเมื่อเริ่มใช้ครั้งแรก หรือเมื่อปรับมาตรการให้เข้มข้นขึ้นเพื่อจัดการปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้า แต่หลังจากนั้นเศรษฐกิจก็ปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติในเวลาไม่นาน และมีแนวโน้มในทางที่ยั่งยืน เช่น สัดส่วนของทุนระยะยาว อย่าง FDI สูงขึ้นพร้อมกับปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิมากขึ้น

แผนภาพที่ 7.3 เงินไหลเข้าสู่สุทธิและองค์ประกอบที่สำคัญของชิลี (1983-1996)



ที่มา: Agosin and Ffrench-Davis (1998)

หากพิจารณาเฉพาะผลของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิระยะสั้นแล้ว Gallego et al. (1999) Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Laurens and Cardoso (1998) พบข้อสรุปตรงกันว่า มาตรการกันสำรองมีผลทำให้เงินทุนระยะสั้นสุทธิลดลง และเปลี่ยนเงินทุนระยะสั้นให้เป็นเงินทุนระยะยาว ในทางตรงกันข้าม งานของ Valdés-Prieto and Soto (1998) สรุปว่า มาตรการกันสำรองมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบเท่านั้น แต่ไม่มีผลต่อขนาดของเงินไหลเข้าระยะสั้นอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ Gallego et al. (1999) ยังเสนอว่า ประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิระยะสั้นลดลงตามกาลเวลา มาตรการจะมีผลอย่างมากในช่วงเริ่มใช้ และผลต่อขนาดเงินทุนจะลดลงตามเวลา ข้อสรุปดังกล่าวสอดคล้องกับ Laurens and Cardoso (1998) ที่พบว่า มาตรการกันสำรองสามารถลดเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นได้เพียงระยะสั้นหรือในเวลาต่ำกว่า 1 ปีเท่านั้น

LeFort (1999) ให้เหตุผลที่ประสิทธิภาพของมาตรการได้ลดลง ซ้ำในเวลาว่า เป็นเพราะมาตรการไม่ได้ใช้บังคับกับเงินทุนทุกประเภท ยิ่งเวลาผ่านไป นักลงทุนก็จะเรียนรู้วิธีการหลีกเลี่ยงมาตรการผ่าน ช่องโหว่ของกฎหมายเพื่อแสวงหาประโยชน์สูงสุดจากการลงทุน LeFort (1999) แนะนำแนะไว้ว่า ต้องปรับปรุงมาตรการเพื่ออุดช่องโหว่อย่างต่อเนื่อง และขยายขอบเขตให้ครอบคลุม แต่กระนั้นก็ต้องตระหนักว่า ไม่มีทางที่จะอุดช่องโหว่ทั้งหมดได้ งานศึกษาของ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Gregorio et al. (2000) ก็ยืนยันหลักคิดดังกล่าวเช่นกัน โดยชี้ว่า ประสิทธิภาพของนโยบายขึ้นอยู่กับการสามารถในการปรับนโยบายให้อุดช่องโหว่ได้อย่างถาวร

(5) ผลต่อโอกาสแห่งการเกิดวิกฤตการณ์การเงิน

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าทำให้ชิลีไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์การเงินในปี 1997 มากนักเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในละตินอเมริกา เช่น บราซิล LeFort and Budenvich (1997) กล่าวว่า มาตรการดังกล่าวช่วยลดความเสี่ยงที่เงินทุนจะไหลออกอย่างรุนแรงเกินปกติ (Flight Risk) ทำให้ผู้กำหนดนโยบายกล้าใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัว เกิดการจ้างงานมากขึ้น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงขึ้น รวมถึงป้องกันไม่ให้ค่าเงินแข็งค่าขึ้น และยังทำให้ประเทศสามารถเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างราบรื่น ไม่มีปัญหา ด้านความผันผวนและความตื่นตระหนก

นอกจากนี้ Gallego et al. (1999) ชี้ให้เห็นว่า มาตรการกำกับและควบคุมทุนนี้ ทำให้ในช่วงปี 1997-1998 ชิลีเผชิญปัญหาจากหนี้ต่างประเทศระยะสั้นน้อยลง ซึ่งช่วยลดโอกาสการเกิดวิกฤตการณ์การเงินลง

อย่างไรก็ตาม Forbes (2007) ได้อ้างถึงการทบทวนวิจัยเชิงประจักษ์ว่ามีหลักฐานเพียงน้อยนิดที่บ่งชี้ว่ามาตรการกันสำรองช่วยลดผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจที่ลุกลามมาจากประเทศอื่นๆ ได้จริง

(6) ผลต่อต้นทุนของเงินทุน (Capital Cost)

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามีผลลบในเชิงจุลภาคต่อระบบเศรษฐกิจ (Microeconomic Costs) เนื่องจากทำให้ต้นทุนของเงินทุน (Capital Cost) ของบริษัทแพงขึ้น และส่งผลกระทบต่อกิจกรรมการผลิต โดยเฉพาะบริษัทที่มี 'ทางเลือก' ในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนน้อยกว่า เช่น SMEs อีกทั้งโดยธรรมชาติของ SMEs นั้นสามารถเข้าถึงเงินทุนระยะยาวได้น้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่อยู่แล้ว ประโยชน์ที่พึงได้จากมาตรการจึงมีน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบ

Gallego and Hernández (2003) ศึกษาผลของมาตรการกันสำรองต่อบริษัท 73 แห่งของชิลี พบว่า ผลกระทบต่อบริษัทมีลักษณะไม่เท่าเทียมกัน แตกต่างกันไปตามขนาดของบริษัทและความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุนระหว่างประเทศในช่วงก่อนหน้า คุณสมบัติทั้งสองประการสะท้อนความสามารถในการหลีกเลี่ยงผลกระทบจากการบังคับใช้มาตรการ เช่น การหลบเลี่ยงช่องทางของเงินทุนในส่วนที่มาตรการมีผลบังคับครอบคลุมถึง

ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการกันสำรอง Gallego and Hernández (2003) พบว่า บริษัทต่างๆ ในชิลีพึ่งพิงเงินกู้ยืมน้อยลง โดยเฉพาะเงินกู้ระยะสั้น และหันไปพึ่งพิงกำไรสะสมเพิ่มมากขึ้น อาจกล่าวได้ว่า การที่มาตรการกันสำรองทำให้ราคาเชิงเปรียบเทียบของเงินทุนระหว่างประเทศบิดเบือนไป ส่งผลให้เกิดต้นทุนสูญเปล่าของสังคม (Deadweight Loss) มีพิกัดต้องพุดถึงต้นทุนสูญเปล่าของสังคมจากความพยายามหลบเลี่ยงมาตรการ

งานศึกษาของ Forbes (2007) ให้ผลเช่นเดียวกัน โดยพบว่า มาตรการดังกล่าวเพิ่มข้อจำกัดทางการเงินให้แก่ SMEs ที่มีหุ้นซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาตรการกันสำรองจะไปเพิ่มต้นทุนของเงินทุนของ SMEs และทำให้บริษัทเหล่านี้ที่ปกติก็เข้าถึงแหล่งทุนจากภายนอกประเทศได้ยากอยู่แล้ว เข้าถึงแหล่งทุนได้ยากขึ้นไปอีก

Edwards (1999a) คำนวณต้นทุนของเงินทุนในตลาดการเงินระหว่างประเทศที่สูงขึ้นหลังใช้มาตรการ พบว่า ในกรณีของ SMEs ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้นมากกว่าร้อยละ 20 ต่อปีในช่วงปี 1996-1997 ขณะที่บริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งเข้าถึงตลาดการเงินระหว่างประเทศด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า กลับเผชิญต้นทุนสูงขึ้นร้อยละ 7-8 ต่อปีเท่านั้น ผลกระทบของมาตรการส่งผลเสียต่อบริษัทขนาดเล็กมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

สาเหตุที่ SMEs เผชิญข้อจำกัดทางการเงินสูงกว่า เนื่องจากในช่วงแรกที่บังคับใช้มาตรการกันสำรอง บริษัทเหล่านี้ได้หันไปพึ่งพิงแหล่งเงินกู้อื่นๆ ที่มาตรการครอบคลุมไม่ถึง เช่น American Depository Receipts (ADRs)⁶ หรือการขอสินเชื่อโดยตรงจากซัพพลายเออร์ต่างประเทศ ซึ่งถือว่าเป็นสินเชื่อเพื่อการค้าและได้รับการยกเว้น

อย่างไรก็ตาม แหล่งเงินกู้เหล่านี้มีต้นทุนที่สูงกว่าแหล่งเงินกู้เดิมของ SMEs นอกจากนี้ SMEs ที่ยังไม่มีชื่อเสียงและมีระดับความน่าเชื่อถือต่ำ จะเข้าถึงแหล่งเงินใหม่ๆ เหล่านี้ได้ยาก หาก SMEs ยังคงใช้แหล่งเงินกู้เดิม แล้วหาทางหลีกเลี่ยงมาตรการผ่านช่องทางอื่นๆ SMEs ก็ต้องแบกรับภาระค่าใช้จ่ายก่อนเริ่มดำเนินการ (Up-front Fixed Cost) ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะแบกรับภาระค่าใช้จ่ายคงที่ก่อนหน้านี้ได้มากกว่า จึงสามารถใช้ประโยชน์จากช่องทางของมาตรการได้มากกว่า เป็นเหตุให้บริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนราคาถูกกว่าโดยเปรียบเทียบ

นอกจากนี้ การที่ SMEs เผชิญต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าโดยเปรียบเทียบ เนื่องจาก SMEs พึ่งพาแหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์มากกว่า ซึ่งถูกควบคุมจากทางการอย่างใกล้ชิดหลังการใช้มาตรการ ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่สามารถระดมเงินทุนผ่านเครื่องมืออื่น เช่น การออกตราสารหนี้ระยะยาวหรือหุ้นเรือนหุ้นในตลาดการเงินต่างประเทศ

⁶ ADRs แสดงความเป็นเจ้าของหุ้นของบริษัทต่างประเทศที่ซื้อขายในตลาดสหรัฐอเมริกา ซึ่งนักลงทุนสหรัฐอเมริกาลงทุนในหุ้นของบริษัทต่างประเทศผ่านช่องทางนี้ โดยไม่ต้องมีการประกอบธุรกิจข้ามชาติ

อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบต้นทุนในเชิงภูมิภาค เช่น ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น กับผลประโยชน์ในเชิงมหภาค เช่น เสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจดีขึ้น ไม่แน่ว่าเศรษฐกิจอาจได้รับผลประโยชน์สุทธิจากมาตรการกันสำรอง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในกรณีที่บริษัทขนาดเล็กมีบทบาทน้อยในด้านการลงทุน การผลิต การจ้างงาน และการเติบโตของประเทศ กระนั้น ต้นทุนต่อ SMEs ก็เป็นประเด็นที่ต้องพิจารณาประกอบกับการบังคับใช้มาตรการด้วย เพราะ SMEs สะท้อนโอกาสทางเศรษฐกิจของผู้คนที่มีทรัพยากรน้อยกว่า และการพัฒนาเศรษฐกิจที่มี SMEs เป็นฐานนั้น เป็นการพัฒนาจากฐานรากที่สร้างความยั่งยืนและเท่าเทียม

(7) ผลต่อความเท่าเทียมของระบบเศรษฐกิจ

สืบเนื่องจากหัวข้อย่อยที่ผ่านมา เมื่อ SMEs เผชิญต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากมาตรการกันสำรองสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ย่อมส่งผลกระทบต่อความเท่าเทียมของระบบเศรษฐกิจ เพราะภาระในการรับต้นทุนจากการใช้มาตรการกระจายตัวไม่เท่ากัน ภาระตกอยู่กับบริษัทขนาดเล็กมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ จึงนำไปสู่กระบวนการสะสมความมั่งคั่งที่ไม่เป็นธรรม และภายหลังบังคับใช้มาตรการ ได้เกิดปรากฏการณ์ควบรวมกิจการบริษัทขนาดเล็กเข้ากับบริษัทขนาดใหญ่ โดยเป็นการเข้าซื้อในราคาต่ำกว่ามูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริงของบริษัทเล็ก หากมาตรการนี้ถูกบังคับใช้ในระยะเวลา อาจส่งผลให้เกิดการสะสมความมั่งคั่งอย่างไม่เป็นธรรมระหว่างภาคส่วนต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ (Valdés-Prieto and Soto, 1998)

Gallego et al. (1999) เสนอว่า มาตรการกันสำรองอาจทำให้เกิดการแบ่งแยกตลาด (Market Segmentation) ได้ เพราะธรรมชาติของมาตรการกันสำรองแบ่งแยกนักลงทุนหรือผู้ประกอบการที่มีช่องทางเข้าถึงตลาดทุนที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลต่อโครงการลงทุนของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม ผลที่ได้เสมือนหนึ่งผู้ประกอบการรายเล็กถูกเก็บภาษีในอัตราที่สูงกว่าโดยเปรียบเทียบ อันส่งผลเสียต่อการเติบโตและความสามารถในการแข่งขัน และทำให้ความไม่เท่าเทียมในระบบเศรษฐกิจ ทั้งในภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริง เลวร้ายลงยิ่งกว่าเดิม

8

กรณีศึกษา:

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของประเทศมาเลเซีย

ในขณะที่ประเทศแถบเอเชียตะวันออกเฉียงใต้หลายประเทศ เช่น ไทย เกาหลีใต้ รับมือวิกฤตการณ์การเงินเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ปี 1997 ด้วยนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ภายใต้การกำกับของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ประเทศมาเลเซียกลับเลือกเส้นทางเดินที่แตกต่าง ด้วยการประกาศใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกในปี 1998 เพื่อแก้ไขปัญหาเฉพาะหน้าและผลกระทบจากวิกฤตการณ์การเงิน ท่ามกลางเสียงวิพากษ์วิจารณ์จากนักเศรษฐศาสตร์สายเสรีนิยมใหม่

แม้นักเศรษฐศาสตร์สายเสรีนิยมใหม่ที่ยอมรับมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในฐานะ ‘ปีศาจที่จำเป็น’ จะพออนุมัติมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าได้บ้างในบางเงื่อนไขและบางสถานการณ์ แต่สำหรับมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่จะมองว่า มาตรการนี้ยอมรับไม่ได้โดยสิ้นเชิง เพราะเป็นการบั่นทอนเสรีภาพในการลงทุนอย่างรุนแรง นักลงทุนจะไม่กล้านำเงินมาลงทุน เพราะไม่สามารถนำเงินลงทุนและผลได้จากการลงทุนกลับประเทศได้ในจังหวะที่ตนต้องการ ผลที่คาดว่าจะเกิดขึ้นก็คือ เศรษฐกิจของประเทศจะถูกทำลาย ทุนใหม่จะไม่กล้าเข้ามาลงทุน ทุนเก่าจะรีบออกนอกประเทศทันทีที่มาตรการถูกยกเลิกหรือหาช่องโหว่ของมาตรการเพื่อย้ายทุนออกนอกประเทศ

กระนั้น ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นภายหลังการบังคับใช้มาตรการดังกล่าวไม่ได้เป็นการทำลายเศรษฐกิจของมาเลเซียตามคำทำนายของนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ ตรงกันข้าม ประเทศมาเลเซียสามารถฟื้นตัวจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้รวดเร็วและแข็งแกร่งกว่าหลายประเทศในภูมิภาคที่ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ปัจจุบัน เศรษฐกิจของมาเลเซียยังคงเติบโตอย่างเข้มแข็ง และมีเงินทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนจำนวนมาก

8.1 ภูมิหลัง

ประเทศมาเลเซียดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเช่นเดียวกับประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ในภูมิภาค โดยดำเนินการเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงระหว่างปี 1987-1989 อีกทั้งเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้เป็นแบบลอยตัวตั้งแต่วันที่ 1973

ระหว่างที่ดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศอยู่นั้น มาเลเซียได้ใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในการจัดการปัญหาเศรษฐกิจที่มีลักษณะแตกต่างกัน 2 ครั้งสำคัญ ได้แก่ การใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าในปี 1994 และมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกในปี 1998

ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 เศรษฐกิจมาเลเซียมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูง เนื่องจากได้ลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ การส่งออก และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ พร้อมไปกับการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ อีกทั้งตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศ (Offshore Market) ก็เป็นตลาดที่ได้รับความนิยม ในช่วงปี 1990-1993 มาเลเซียมีส่วนเกินดุลบัญชีทุนอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน อันเป็นผลมาจากการไหลเข้าสู่ของเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาว โดยเงินทุนระยะสั้นไหลเข้าสู่คิดเป็นร้อยละ 8.9 ของ GDP ในปี 1993 เทียบกับร้อยละ 1.2 ในปี 1990

เงินทุนระยะสั้นที่ไหลทะลักเข้าสู่มาเลเซีย มีสาเหตุมาจากอัตราดอกเบี้ยในประเทศที่คงไว้ในระดับสูงเพื่อควบคุมปัญหาเงินเฟ้อ และการคาดการณ์ว่าเงินริงกิตจะแข็งค่าขึ้น การเข้ามาของเงินทุนระยะสั้นที่มีความผันผวนสูงนี้ สร้างความเสี่ยงให้แก่ระบบการเงินของมาเลเซีย และทำให้เศรษฐกิจมหภาคเข้าสู่ภาวะร้อนแรงเกินไป (Overheat) นอกจากนี้ อัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วส่งผลกระทบต่อ การส่งออก รัฐบาลจึงดำเนินนโยบายปกป้องอัตราแลกเปลี่ยนมิให้แข็งค่ามากขึ้น รวมทั้งดูดซับสภาพคล่องออกจากระบบ (Sterilization) แต่มาตรการดังกล่าวก่อให้เกิดต้นทุนสูงและไม่มีประสิทธิผล

เนื่องจากการใช้มาตรการเพื่อลดการไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติ ไม่ประสบความสำเร็จ มาเลเซียจึงนำมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามาบังคับใช้ในเดือนกุมภาพันธ์ 1994 เพื่อลดการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้น ลดแรงกดดันจากความเสี่ยงที่จะเกิดเงินทุนไหลออกจำนวนมากอย่างผิดปกติ (Capital Flight) ในอนาคต และเพื่อรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนไม่ให้แข็งค่ามากเกินไป มาตรการดังกล่าวเน้นว่าประสบความสำเร็จและถูกยกเลิกไปในสิ้นปีเดียวกัน โดยไม่กระทบต่อเงินทุนไหลเข้าระยะยาว

ภายหลังจากใช้มาตรการจัดการทุนในช่วงสั้นๆ ของปี 1994 มาเลเซียได้ดำเนินนโยบายเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างต่อเนื่องจนถึงช่วงวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 ซึ่งเศรษฐกิจมาเลเซียก็มีปัญหาเช่นกัน ทั้งจากปัญหาภายในประเทศ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ และผลพวงจากวิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาค เช่น แรงกดดันค่าเงินสกุลริงกิต รวมทั้งผลกระทบอื่นๆ จากการลอยตัวค่าเงินบาทและค่าเงินเปโซ ในช่วงดังกล่าว เงินทุนต่างชาติที่เคยไหลเข้าสู่หรืออย่างต่อเนื่องได้ไหลออก ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนอย่างรุนแรง และสร้างแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศ ที่ต้องตรึงไว้ในระดับสูงเพื่อรักษาค่าเงิน

การแก้ไขปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจภายใต้ความตื่นตระหนก และการเก็งกำไรของนักลงทุน ทำได้ยากขึ้นภายใต้นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ดังนั้น เมื่อวันที่ 1 กันยายน 1998 ธนาคารกลางของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) จึงประกาศใช้ชุดมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ และกลับไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ โดยผูกค่าเงินไว้ที่ 3.8 ริงกิตต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐ (ซึ่งเป็นระดับที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงเวลาวิกฤต แต่อ่อนค่าลงกว่าช่วงปกติ)

หลังจากใช้มาตรการดังกล่าว ธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัวอย่างต่อเนื่องรวม 14 เดือนนับจากนั้น โดยไม่สนใจเสียงวิพากษ์วิจารณ์จากนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ และไม่ขอความช่วยเหลือผ่านโครงการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ

เมื่อสถานการณ์เศรษฐกิจดีขึ้น มาเลเซียจึงได้หันกลับไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวในเดือนกรกฎาคม 2005 และธนาคารกลางของมาเลเซียได้เริ่มผ่อนคลายความเข้มข้นของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกโดยลำดับ

สำหรับเนื้อหาในส่วนนี้จะเน้นมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกในปี 1998 เป็นหลัก

ตารางที่ 8.1 ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของมาเลเซีย (1990-1998)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ร้อยละของ GDP									
ดุลบัญชีเดินสะพัด	-2.1	-8.8	-3.8	-4.8	-7.8	-10.0	-4.9	-5.1	12.9
ดุลบัญชีทุน	-0.5	7.0	1.4	-2.2	8.4	8.3	4.1	8.8	-11.0
เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน (ยกเว้นเงินสำรอง)	3.3	9.1	12.8	16.2	3.8	6.4	6.7	5.0	-4.3
การลงทุนโดยตรง	5.5	8.3	8.9	7.8	6.0	4.8	5.8	7.0	2.8
เงินทุนในหลักทรัพย์สุทธิ (รวมความคลาดเคลื่อนสุทธิ)	2.6	1.8	2.3	7.0	-0.6	1.7	0.8	-3.7	-2.0
ดุลงบประมาณ	-2.2	0.1	-2.6	-2.3	0.9	3.7	4.8	3.5	-1.1
การเปลี่ยนแปลงตอปีคิดเป็นร้อยละ									
ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริง	9.6	8.6	7.8	8.3	9.3	9.4	8.6	7.7	-6.7
ดัชนีราคาผู้บริโภค	3.4	4.2	4.9	3.4	5.3	3.2	3.3	2.9	5.3
เงินสำรองระหว่างประเทศ	22.7	14.5	21.8	11.6	36.2	24.7	47.2	27.4	-38.6
ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง	10.6	16.9	21.9	26.6	12.8	20.9	24.3	17.4	-1.4
อัตราแลกเปลี่ยนตัวเงิน	-0.1	0.8	-4.1	3.4	-5.2	-0.7	-0.5	53.9	-2.4
Real Effective Exchange Rate	-7.8	-1.1	11.6	0.6	-2.8	0.2	4.4	-23.2	0.2
ร้อยละ									
ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (ระหว่างมาเลเซียกับอเมริกา)	-2.1	1.5	4.5	4.2	0.5	-0.1	1.7	2.1	3.1
Depreciation-adjusted	-3.1	10.1	3.9	1.5	8.1	0.3	3.5	-19.0	4.6

ที่มา: Ariyoshi et al. (2000)

8.2 วัตถุประสงค์

ชุดมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกปี 1998 มีทั้งมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนโดยตรง และมาตรการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา (Exchange Controls) ทั้งหมดนี้มีวัตถุประสงค์หลักได้แก่

(1) เพื่อหยุดยั้งการเก็งกำไรค่าเงินริงกิตและการไหลออกของเงินทุนระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วและรุนแรง ทำให้กระแสทุนระยะสั้นมีเสถียรภาพมากขึ้น และช่วยรักษาเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ

(2) เพื่อให้ทางการมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยไม่ต้องชำระรักษาอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูง ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย

(3) เพื่อรักษาอริปไตยทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยไม่ต้องขอเข้าโครงการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ

(4) เพื่อสร้างเสถียรภาพทางการเงิน โดยลดความรุนแรงของวิกฤตการณ์การเงิน จัดการกับความตื่นตระหนกทางการเงิน และป้องกันเศรษฐกิจจากผลลุลามของวิกฤตการณ์ทางการเงินในภูมิภาคเอเชีย

8.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าปี 1998 ไม่ใช่การบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศครั้งแรกในยุคของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ มาเลเซียเคยมีประสบการณ์จากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าในปี 1994

หากเปรียบเทียบมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าในปี 1994 ของมาเลเซีย กับมาตรการของชิลี พบว่า มาตรการของทั้งสองประเทศมีวัตถุประสงค์คล้ายคลึงกัน แต่ทางการมาเลเซียใช้ในฐานะมาตรการระยะสั้นเพื่อแก้ปัญหาเฉพาะหน้า (ไม่ให้ค่าเงินแข็งเกินควรจน

กระทบภาคส่งออก จัดการสภาพคล่องล้มระบบ และป้องกันไม่ให้เงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามากเกินไปเพื่อลดความเสี่ยงของการเกิดเงินทุนไหลออกอย่างรวดเร็วและรุนแรงในอนาคต) เท่านั้น โดยบังคับใช้เพียง 6 เดือน มิได้บังคับใช้ยาวนานนับทศวรรษจนเป็นส่วนหนึ่งของชุดนโยบายเศรษฐกิจเหมือนดังประเทศชิลี

เครื่องมือหลักของมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าในปี 1994 ได้แก่ การเก็บภาษีเงินลงทุนไหลเข้า การจำกัดวงเงินการกู้ยืมจากต่างประเทศของธนาคารในส่วนที่ไม่เกี่ยวข้องกับการค้า (Non-trade-related External Liabilities of Banking Institutions) การห้ามมิให้ชาวต่างชาติซื้อขายสินทรัพย์การเงินระยะสั้น การห้ามมิให้ธนาคารพาณิชย์ดำเนินธุรกรรม SWAP ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการค้า เป็นต้น นอกจากนี้ ยังเพิ่มอัตราการกันสำรองของสถาบันการเงินทุกประเภทเพื่อตัดซับสภาพคล่องจำนวน 4.8 พันล้านริงกิตจากระบบธนาคาร

ในทางตรงกันข้าม โจทย์ของมาตรการปี 1998 แตกต่างจากปี 1994 จากหน้ามือเป็นหลังมือ กล่าวคือ มาเลเซียพยายามลดแรงกดดันกำไรเงินริงกิตไม่ให้อ่อนค่ามากเกินไป ป้องกันภาวะเงินไหลออกแก้ปัญหาการขาดสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ และสร้างโอกาสในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัว ได้แก่ การลดอัตราดอกเบี้ยลงโดยที่เงินทุนไม่ไหลออก

ก่อนหน้าการบังคับใช้มาตรการเมื่อเดือนกันยายน 1998 มาเลเซียได้เปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในระดับสูง การทำธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ เช่น การลงทุนโดยตรง การลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน การกู้ยืมเงิน การปล่อยกู้ การชำระเงิน และการโอนเงิน เป็นไปได้อย่างเสรี มีข้อจำกัดทางการเงินแก่คนต่างชาติและผู้ที่มีได้พำนักอาศัยในมาเลเซียน้อยมาก เช่น ธนาคารพาณิชย์และตัวแทนที่ได้รับอนุญาต สามารถกู้ยืมและปล่อยเงินกู้ในสกุลเงินต่างประเทศ ทั้งแก่ผู้พำนักและมีได้พำนักในประเทศ ได้อย่างไม่มีข้อจำกัด มีเพียงเพดานกำหนดปริมาณเงินกู้โดยไม่ต้องขออนุมัติเท่านั้น

นอกจากนี้ ตลาดนอกประเทศทั้งตลาดซื้อขายตราสารหนี้และตราสารทุน (Offshore Over-the-counter Trading in Equities and Bonds) รวมถึงตลาดเงินริงกิตนอกประเทศ (Offshore Ringgit Market) มีบทบาทสูงมาก กล่าวได้ว่า ธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการลดความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนเกิดขึ้นในตลาดริงกิตนอกประเทศมากกว่าตลาดริงกิตในประเทศเสียด้วยซ้ำ อีกทั้งธนาคารพาณิชย์สัญชาติมาเลเซียยังสามารถซื้อขายสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าให้แก่ผู้ที่มีได้พำนักอาศัยอยู่ในมาเลเซียได้ด้วย ทำให้การเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยนเป็นไปได้ง่าย

ลักษณะของการเปิดเสรีการเงินอย่างเต็มที่ ทำให้เศรษฐกิจของมาเลเซียมีความเสี่ยงมากยิ่งขึ้นจากความผันผวน การเก็งกำไร และผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงิน รวมทั้งมีความเปราะบางในภาคการเงินและมีความตื่นตัวต่อภาวะตื่นตระหนกทางการเงินสูง เมื่อค่าเงินในภูมิภาคถูกเก็งกำไรอย่างรุนแรงในช่วงปี 1997 เงินริงกิตของมาเลเซียก็ไม่มีข้อยกเว้น นักลงทุนคาดการณ์ว่าเงินริงกิตจะอ่อนค่าลง จึงแห่ซื้อเงินเหรียญสหรัฐ โดยเข้าถึงเงินริงกิตในตลาดเงินริงกิตนอกประเทศผ่านการกู้ยืม เพื่อนำมาเป็นกระสุนสำหรับการโจมตีค่าเงิน ผลที่เกิดขึ้นชัดเจนคือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินริงกิตนอกประเทศสูงกว่าในประเทศมาก และยิ่งดึงดูดให้เงินไหลออกไปนอกประเทศ เฉพาะไตรมาสที่สองและไตรมาสที่สามของปี 1997 มีเงินไหลออกนอกประเทศมหาศาลถึง 24.6 พันล้านริงกิต

มาตรการเริ่มต้นที่ทางการมาเลเซียนำมาใช้เพื่อแก้ปัญหาเงินทุนไหลออก เป็นมาตรการที่มีวัตถุประสงค์เพื่อยับยั้งช่องทางการแสวงหากำไรระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและในตลาดเงินนอกประเทศ ซึ่งเริ่มใช้ในเดือนสิงหาคม 1997 แต่ไม่ประสบผลสำเร็จ ไม่ได้หยุดเงินไหลออก เพราะเงินทุนสามารถไหลออกได้ผ่านช่องทางที่หลากหลาย เช่น การโอนเงินจากบัญชีในประเทศของชาวต่างชาติไปยังบัญชีนอกประเทศ หรือการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศของผู้พำนักในประเทศ

เงินทุนที่ไหลออกอย่างต่อเนื่องจากตลาดเงินในประเทศไปยังตลาดนอกประเทศส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้น สร้างปัญหาให้แก่ภาคเศรษฐกิจจริงและธนาคารพาณิชย์ และทำให้เศรษฐกิจหดตัวอย่างรวดเร็ว ครั้งแรกในปี 1998 เศรษฐกิจมาเลเซียหดตัวไปร้อยละ 4.8 โดยมียอดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในระบบธนาคารสูงถึงร้อยละ 25 ของเงินกู้ทั้งหมด ทางกรจึงเห็นว่าจะต้องใช้มาตรการที่แรงพอและมีประสิทธิภาพในการจัดการปัญหา เพื่อจุดเศรษฐกิจให้ฟื้นคืนมาจากห้วงเหว

วันที่ 1 กันยายน ทางกรมาเลเซียจึงประกาศมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก โดยมุ่งจัดการความผันผวนไร้เสถียรภาพของตลาดเงิน ซึ่งเกิดจากตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศเป็นสำคัญ ยับยั้งภาวะเงินทุนไหลออกอย่างรุนแรงรวดเร็วและต่อเนื่อง ลดการเก็งกำไรค่าเงินอย่างรุนแรงจากนักเก็งกำไรโดยจำกัดการเข้าถึงเงินสกุลริงกิต ชะลอการลดลงของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ และเพิ่มความสามารถในการลดอัตรดอกเบี้ยโดยส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพภายนอกในระดับที่ไม่รุนแรง ทั้งนี้ ทางกรพยายามออกแบบไม่ให้มาตรการจัดการเงินทุนไหลออกส่งผลกระทบต่อเงินลงทุนระยะยาว โดยเฉพาะ FDI และธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการค้า

เครื่องมือหลักของมาตรการจัดการเงินทุนไหลออก ได้แก่ การบังคับไม่ให้เงินลงทุนออกนอกประเทศก่อน 12 เดือน (เรียกว่า มาตรการ 'รอ 12 เดือน') การยกเลิกตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศ การปิดตลาดซื้อขายหุ้นนอกประเทศ ทั้งนี้ยังมีส่วนของมาตรการเสริมที่มุ่งจัดการเงินทุนไหลเข้าด้วย เช่น การออกกฎเกณฑ์การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ และสนับสนุนให้กู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายในประเทศทดแทน เป็นต้น

ในตอนแรกทางกรตั้งใจให้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของมาเลเซียเป็นเพียงมาตรการชั่วคราว อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ในเวลาต่อมาจะผ่อนคลายความเข้มข้นของมาตรการลงบ้าง แต่หลายมาตรการก็ยังคงบังคับใช้อยู่ จนกว่าทางกรจะกำหนดกฎเกณฑ์เกี่ยวกับ

การทำธุรกรรมซื้อขายเงินตราต่างประเทศในตลาดระหว่างประเทศได้ดีเสียก่อน

อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติอย่างรุนแรง ในวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 1999 มาเลเซียได้ปรับปรุงมาตรการบางอย่างให้เป็นไปในแนวทางการควบคุมโดยอ้อมผ่านกลไกตลาดแทนที่จะควบคุมโดยตรงดังเดิม เช่น การใช้ 'ภาษีขาออก' ซึ่งมีอัตรากำหนดตามระยะเวลาที่เงินทุนอยู่ในประเทศ (กรณีเงินทุนไหลออกก่อนเวลา 12 เดือน) แทนมาตรการบังคับเงื่อนไขเวลาให้เงินทุนอยู่ในประเทศสำหรับเงินทุนที่อยู่ภายในประเทศอยู่แล้ว นั้นแปลว่า เงินทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนก่อนหน้าวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 1998 สามารถนำเงินออกนอกประเทศได้โดยไม่ต้องเสียภาษี ส่วนเงินทุนต่างชาติที่เข้ามาใหม่หลังจากบังคับใช้มาตรการ ให้เก็บภาษีบนฐาน 'กำไร' เท่านั้น โดยยกเว้นเงินปันผล เงินได้จากดอกเบี้ย เงินได้จากกำไรให้เช่า เพื่อดึงดูดให้เงินทุนไหลเข้า โดยมีอัตรากำหนดหลังสิ้นตามระยะเวลาที่อยู่ภายในประเทศเช่นเดียวกัน มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายต่างๆ ยกเว้นให้กับธุรกรรม FDI การซื้อขายตราสารล่วงหน้า (Futures) และการลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นใหม่ MESDAQ ซึ่งถือว่าเป็นการลงทุนที่คล้ายคลึงกับ FDI

แม้การเก็บภาษีจะเก็บจริงตอนขาออก แต่อาจถือว่าเป็นการเก็บภาษีเงินขาเข้าโดยนัย เพราะนักลงทุนที่นำเงินเข้าย่อมคาดการณ์ต้นทุนที่ต้องจ่ายเมื่อนำเงินออกได้ล่วงหน้า ภาษีขาออกจึงมีผลเสมือนหนึ่งภาษีขาเข้า ซึ่งช่วยลดแรงจูงใจของเงินลงทุนไหลเข้าในสินทรัพย์ระยะสั้นได้นอกจากนั้น การออกแบบให้ระบบภาษีเป็นแบบ 'ลำดับขั้น' (Graduated System) เป็นการส่งสัญญาณลงโทษเงินทุนระยะสั้น โดยพยายามให้เครื่องมือภาษีกระทบเงินลงทุนระยะยาวน้อยที่สุด

Ariyoshi et al. (2000) ชี้ว่า การเก็บภาษีขาออกแบบเป็นลำดับขั้นช่วยให้การไหลออกของเงินทุนเป็นไปอย่างมีเสถียรภาพ นับตั้งแต่ใช้มาตรการนี้ ปริมาณเงินทุนไหลออกสะสมจนถึงวันที่ 21 เมษายน 1999 อยู่ที่ 40 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เมื่อเทียบกับเงินทุนประมาณ 1-1.5 หมื่นล้าน

เหรียญสหรัฐ ที่เคยถูกกันไว้ไม่ให้ออกนอกประเทศจากมาตรการ 'รอ 12 เดือน'

ยิ่งกว่านั้น การเก็บภาษีขาออกแบบลำดับขั้นยังช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนมากกว่ามาตรการรอ 12 เดือน ปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างชาติหลังจากเริ่มใช้มาตรการในวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 1999 จนถึงกลางเดือนมิถุนายน 1999 มีปริมาณถึง 2.9 พันล้านริงกิต นอกจากนี้ในปี 2000 IFC (International Financial Corporation) และ Morgan Stanley ยังได้รวมตราสารทุนของมาเลเซียกลับเข้าไปใน 'Capital Index' และ 'Morgan Stanley Capital International Indices' ของบริษัทตามลำดับ แม้ว่า Morgan Stanley จะลดน้ำหนักในดัชนีลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออกก็ตาม

นอกจากมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศแล้ว ทางการมาเลเซียยังดำเนินนโยบายอื่นเสริมด้วย เพื่อให้ชุดนโยบายเศรษฐกิจบรรลุวัตถุประสงค์ตามที่ต้องการ เช่น

- การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่โดยคงค่าเงินไว้ที่ 3.8 ริงกิตต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐ หลังจากที่พยายามจัดการอัตราแลกเปลี่ยนไม่ให้อ่อนค่าลงไปมากซึ่งกระทบมาจากวิกฤตการณ์ค่าเงินในประเทศไทย ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 1997 ค่าเงินที่ถูกกำหนดให้คงที่ถือว่าอยู่ในระดับที่แข็งขึ้นกว่าอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดในช่วงก่อนบังคับใช้มาตรการประมาณร้อยละ 10 (Kaplan and Rodrik, 2002)

- การลดอัตราดอกเบี้ยและใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายนั่นที่บังคับใช้มาตรการ

- การใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัวต่อเนื่องมาจากต้นปี 1998 เพื่อกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจ

- การปฏิรูปภาคการเงินและภาคเอกชน ซึ่งเริ่มต้นมาตั้งแต่ต้นปี 1998 เพื่อขจัดความอ่อนแอและเพิ่มศักยภาพในการจัดการความเสี่ยงของระบบสถาบันการเงิน หลักการคือ การปรับปรุงกฎกติกาที่เพิ่มความเข้มงวดในการกำกับดูแลสถาบันการเงิน รวมทั้งดูแลความเสี่ยงที่เกิดจาก

ตลาด ความเสี่ยงในการปล่อยกู้ และความเสี่ยงนอกงบดุล (Off-balance-sheet Risk) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมในบัญชีทุน

- การอำนวยความสะดวกด้านสินเชื่อเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ เพื่อเพิ่มแรงซื้อจากประชาชนในประเทศ ตัวอย่างเช่นรัฐบาลสนับสนุนให้ลูกจ้างสามารถนำอสังหาริมทรัพย์มาจำนองเป็นครั้งที่สองเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม ณ ระดับอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าปกติ

น่าสนใจว่า การหลบเลี่ยงมาตรการไม่ได้มีบทบาทหาคำตอบอย่างชัดเจน แต่ธนาคารกลางมีหน้าที่ในการกำกับควบคุมดูแลธุรกรรมต่างๆ ของระบบธนาคารพาณิชย์อย่างใกล้ชิด ในหลายกรณี ธนาคารกลางต้องใช้วิธีการโน้มน้าวใจเพื่อบังคับใช้มาตรการ ไม่ได้ใช้อำนาจเด็ดขาดแต่อย่างใด

ตารางที่ 8.2 พัฒนาการของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของมาเลเซีย

มาตรการ	เหตุผลแรงจูงใจ
4 สิงหาคม 1997	
จำกัดบทบาทของธนาคารพาณิชย์ในการทำธุรกรรม SWAP ในสกุลเงินริงกิตที่ไม่เกี่ยวข้องกับการค้า เช่น การขายสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward) การซื้อเงินริงกิตโดยลูกค้าชาวต่างชาติ โดยกำหนดให้ธุรกรรมมีมูลค่าไม่เกิน 2 ล้านเหรียญต่อลูกค้าชาวต่างชาติ 1 ราย ทั้งนี้ไม่ได้บังคับใช้กับธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการค้าระหว่างประเทศของลูกค้าชาวต่างชาติ และไม่ได้บังคับใช้กับการลงทุนในสินทรัพย์และการลงทุนโดยตรงที่แท้จริง	เพื่อตัดความสัมพันธ์ระหว่างตลาดเงินในประเทศและตลาดเงินนอกประเทศ และลดแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศที่อยู่ในทิศทางขาขึ้น
1 กันยายน 1998: บังคับใช้มาตรการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา (Exchange Control)	โดยมีรายการดังต่อไปนี้
<ol style="list-style-type: none"> ประกาศห้ามโอนเงินจากบัญชีเงินริงกิตในต่างประเทศเข้ามาในประเทศไทย ยกเว้นเข้ามาลงทุนในมาเลเซียหรือซื้อสินค้าจากมาเลเซีย โดยให้ผู้ที่ถือเงินริงกิตในตลาดเงินนอกประเทศโอนเงิน(ฝาก)ริงกิตกลับเข้าประเทศทั้งหมดภายใน 1 ตุลาคม 1998 รวมถึงผู้มีเงินฝากเป็นริงกิตอยู่ในธนาคารพาณิชย์ในต่างประเทศ โดยธุรกรรมการโอนทั้งหมดต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลางมาเลเซีย นอกจากนี้ การโอนเงินระหว่างบัญชีที่อยู่ภายนอกประเทศต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลาง (เดิมสามารถทำได้โดยเสรี) และธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับอนุญาตให้ดำเนินการในตลาดนอกประเทศทุกห้ามมิให้ค้าขายสินทรัพย์ในสกุลเงินริงกิต (เดิมได้รับอนุญาตให้ดำเนินการได้อย่างมีข้อจำกัด) ทั้งนี้ตราสารในสกุลเงินริงกิต (Large-denomination Ringgit Notes) ยังถูกทำให้เสื่อมค่าและนำออกจากระบบเพื่อทำให้การไหลเวียนของเงินริงกิตนอกมาเลเซียยากลำบากขึ้น อนุญาตให้นักท่องเที่ยวที่พำนักและมีได้พำนักอยู่ในมาเลเซียซื้อหรือขายเงินริงกิตได้ในจำนวนจำกัด (จากเดิมที่ไม่มีขีดจำกัด) โดยบังคับใช้ตั้งแต่ 1 ตุลาคม 1999 ห้ามธนาคารพาณิชย์ในประเทศให้สินเชื่อในสกุลเงินริงกิตแก่สาขาหรือธนาคารพาณิชย์คู่ค้าในต่างประเทศ และบริษัทนายหน้าค้าหุ้น (เดิมอนุญาตให้ดำเนินการได้อย่างมีข้อจำกัด) กล่าวคือ ห้ามไม่ให้สินเชื่อเป็นเงินริงกิตกับชาวต่างชาติ ห้ามผู้พักอาศัยในประเทศรับสินเชื่อจากผู้มีได้พำนักในประเทศ (เดิมอนุญาตให้ดำเนินการได้อย่างมีข้อจำกัด) กำหนดให้ธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการค้าทุกประเภทต้องใช้เงินตราต่างประเทศ กล่าวคือ การส่งออกและการนำเข้าทั้งหมดต้องซื้อขายในสกุลเงินตราต่างประเทศ นอกจากสถาบันเงินฝากที่ได้รับอนุญาตบางแห่งเท่านั้นที่สามารถดำเนินธุรกรรมเป็นเงินสกุลริงกิตได้ นอกจากนี้ ยังให้ผู้ส่งออกต้องแลกเงินตราต่างประเทศที่ได้จากการส่งออก ภายในเวลา 6 เดือนนับจากวันส่งออก ห้ามมิให้ธนาคารพาณิชย์สัญชาติมาเลเซียทำธุรกรรมเสนอขายสัญญา SWAP แก่ธนาคารพาณิชย์ที่มีได้พำนักในประเทศ และห้ามมิให้มีส่วนเกี่ยวข้องในการทำ 	<ul style="list-style-type: none"> - ยกเลิกตลาดเงินริงกิตในต่างประเทศ เพื่อให้มีให้นักลงทุนต่างประเทศโจมตีค่าเงินริงกิตให้อ่อนลงโดยใช้เงินริงกิตในตลาดต่างประเทศไปซื้อเงินเหรียญสหรัฐ รวมทั้งเพื่อจำกัดเงินริงกิตที่อยู่ในมือของนักเก็งกำไร กล่าวโดยสรุป เป็นการตัดตอนการเข้าถึงเงินริงกิตโดยคนต่างชาติ - ป้องกันค่าเงินริงกิตและเพิ่มทุนสำรองระหว่างประเทศ

มาตรการ	เหตุผลแรงจูงใจ
<p>ธุรกรรมซื้อคืนขายคืนที่มีหลักทรัพย์ในสกุลเงินริงกิตเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันกับธนาคารพาณิชย์ที่มีได้พำนักในประเทศ</p> <ol style="list-style-type: none"> การทำธุรกรรมซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินในสกุลริงกิต ต้องทำผ่านสถาบันรับฝากเงินที่ได้รับการอนุมัติเท่านั้น ปิดตลาดหุ้นมาเลเซียที่สิงคโปร์ซึ่งดำเนินการผ่าน CLOB (Central Limit Order Book) โดยปริยาย ด้วยการออกกฎบังคับให้หุ้นมาเลเซียทุกตัวต้องมาจดทะเบียนในตลาดหุ้นที่กัวลาลัมเปอร์ และกำหนดกฎเกณฑ์ว่าด้วยธุรกรรมการลงทุนในสินทรัพย์ 	
1 กันยายน 1998: บังคับใช้การควบคุมเงินไหลออกโดยตรง และมาตรการเสริมอื่นๆ โดยมีรายการดังต่อไปนี้	
<ol style="list-style-type: none"> ผู้มีได้พำนักในประเทศต้องได้รับการอนุญาตก่อนที่จะแลกเปลี่ยนเงินริงกิตในบัญชีนอกประเทศกลับเป็นเงินตราต่างประเทศ โดยยกเว้นการซื้อขายสินทรัพย์ในสกุลริงกิต (แต่เดิมไม่เคยมีมาตรการทำนองนี้) ใช้มาตรการการบังคับไม่ให้เงินลงทุนออกนอกประเทศก่อน 12 เดือน (มาตรการ 'รอ 12 เดือน') โดยห้ามผู้ที่มีได้พำนักในประเทศ ซึ่งนำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ในประเทศ นำเงินลงทุนออกนอกประเทศก่อนเวลา 12 เดือน แต่อนุญาตให้นำดอกเบี้ย เงินปันผล ค่าคอมมิสชั่น ส่งกลับประเทศได้ (แต่ห้ามส่งเงินต้นกลับประเทศ) เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาเงินทุนไหลออกพร้อมกันในช่วงวิกฤต ยกเว้น FDI ต่อมา มาตรการดังกล่าวถูกยกเลิก และหันมาใช้ภาษีอากรที่อิงระบบตลาด (Market-based System of Exit Levies) แทน ให้ชาวมาเลเซียต้องขออนุญาตก่อนนำเงินไปลงทุนต่างประเทศ ไม่ว่าจะในรูปแบบใดก็ตาม หากมีปริมาณเงินลงทุนสูงกว่าที่กฎหมายกำหนด มีการจำกัดวงเงินในการส่งออกเงินตราต่างประเทศโดยผู้พำนักในประเทศและการนำเข้าเงินตราต่างประเทศของผู้มีได้พำนักในประเทศ มายังมาเลเซีย (แต่เดิมการส่งออกเงินตราต่างประเทศต้องการเพียงความเห็นชอบโดยไม่มีข้อจำกัดเรื่องวงเงิน) 	<ul style="list-style-type: none"> - เพื่อป้องกันเงินทุนไหลออกขนาดใหญ่โดยผู้ที่พำนักและมีได้พำนักในประเทศ - เพื่อแยกการดำเนินนโยบายการเงินออกจากตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ - สร้างอุปสรรคให้กับเงินทุนไหลออก
15 กุมภาพันธ์ 1999: การปรับเปลี่ยนมาตรการเป็นการควบคุมโดยอ้อมผ่านระบบตลาดมากขึ้น โดยมีมาตรการดังต่อไปนี้	
<ol style="list-style-type: none"> ใช้ระบบการเก็บภาษีขาออกแบบเป็นลำดับขั้น (Graduated System of Exit Levies) โดยเก็บภาษีกับเงินต้นของการลงทุนที่ต้องการส่งคืนกลับประเทศ โดยเก็บกับเงินลงทุนก่อนหน้า 15 กุมภาพันธ์ 1999 (เงินที่เข้ามาก่อน 15 กุมภาพันธ์ 1998 ไม่ต้องเสียภาษี) ที่ลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้ และเครื่องมือทางการเงินอื่น ยกเว้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ อัตราภาษีจะลดลงเมื่อระยะเวลาการลงทุนเพิ่มขึ้น เพื่อลงโทษการลงทุนระยะสั้น ทั้งนี้กำหนดอัตราภาษีที่ร้อยละ 30 หากส่งเงินลงทุนกลับภายในระยะเวลา 7 เดือนนับจากวันที่เงินลงทุนเข้าประเทศมาเลเซีย หรือนับจากวันที่ 1 กันยายน 1998 (แล้วแต่ว่าวันใดมาทีหลัง) ร้อยละ 20 หากส่งเงินลงทุนกลับภายในระยะเวลา 7-9 เดือน 	<ul style="list-style-type: none"> - เพื่อสนับสนุนให้นักลงทุนในสินทรัพย์ลงทุนในระยะยาว - เพื่อดึงดูดให้เงินลงทุนใหม่เข้ามาในมาเลเซีย - ลดการเคลื่อนย้ายทุนระยะสั้นที่ผันผวน - ทำให้การไหลออกของเงินทุนเป็นไปอย่าง

มาตรการ	เหตุผลแรงจูงใจ
<p>ร้อยละ 10 สำหรับ 9-12 เดือน และไม่เก็บภาษีขาออกหากส่งเงินลงทุนกลับหลังจากลงทุนในมาเลเซียนานกว่า 12 เดือน ทั้งนี้ไม่เก็บภาษีในส่วนของการจ่ายดอกเบี้ย เงินปันผล และรายได้จากค่าเช่า¹</p> <p>2. ระบบการเก็บภาษีขาออกแบบเป็นลำดับขั้น โดยเก็บภาษีกับกำไรจากการลงทุนที่เข้ามาลงทุนหลัง 15 กุมภาพันธ์ 1999 โดยเป็นการลงทุนในตราสารทุนตราสารหนี้ และเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ยกเว้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ อัตรากำไรจะลดลงเมื่อระยะเวลาการลงทุนนานขึ้น ทั้งนี้กำหนดอัตรากำไรที่ร้อยละ 30 หากส่งเงินลงทุนกลับภายในระยะเวลา 12 เดือนหลังจากเริ่มลงทุน และเก็บภาษีที่ร้อยละ 10 หากส่งกำไรกลับหลังจากลงทุนนานกว่า 12 เดือน โดยไม่มีการเก็บภาษีในส่วนของเงินต้น ดอกเบี้ย เงินปันผล และรายได้จากค่าเช่า²</p>	<p>ราบเรียบมากขึ้น แทนที่การไหลออกขนาดใหญ่หลังครบกำหนดระยะเวลา 12 เดือนตามมาตรการเดิม</p>
18 กุมภาพันธ์ 1999 และ 5 เมษายน 1999	
<p>การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และใน MESDAQ (ตลาดหุ้นที่ Growth Share และหุ้นในหมวดเทคโนโลยีจดทะเบียนอยู่) ไม่ถูกเก็บภาษีขาออก</p>	<p>เพื่อคัดการลงทุนที่มีสภาพคล่องต่ำหรือมีลักษณะคล้ายคลึงกับการลงทุนโดยตรง ออกจากมาตรการควบคุมทุน</p>

ที่มา: Ariyoshi et al. (2000) และ Epstein, Grabel, and Jomo (2004)

¹ ตัวแทนที่ได้รับอนุญาต (Authorized Dealer) และพาณิชย์บริษัทที่ได้รับอนุญาต (Permitted Merchant Bank) จะเป็นผู้เก็บภาษี และจะเก็บภาษีในรูปแบบของเงินตราต่างประเทศ เงินที่เก็บได้จะนำไปเก็บไว้ในบัญชีกลางที่ตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา ปี 1953 (The Exchange Control Act of 1953) ภาษีจะถูกเก็บเมื่อนักลงทุนต่างชาติแลกเปลี่ยนเงินริงกิตกลับเป็นเงินตราต่างประเทศ และตั้งนั้นภาษีขาออกจึงไม่เหมือนกับ Capital Gain Tax

² การแยกเงินลงทุนระหว่างสองช่วงเวลานี้ ธนาคารกลางมาเลเซียบังคับให้ธนาคารพาณิชย์เก็บเงินลงทุนต่างชาติที่เข้ามาหลัง 15 กุมภาพันธ์ 1999 ไว้ในบัญชีพิเศษ (Special External Account) ธนาคารพาณิชย์จะต้องรายงานปริมาณและความเคลื่อนไหวของเงินลงทุนในบัญชีเหล่านี้ต่อธนาคารกลางมาเลเซีย นอกจากนี้ ธนาคารกลางมาเลเซียยังให้ผู้ประสงค์จะนำเงินออกนอกประเทศ ต้องส่งเอกสารรายงานเวลาที่ได้นำเงินเข้าและวันที่ประสงค์จะนำเงินออก ตลอดจนรายละเอียดเกี่ยวกับชนิดและลักษณะของการลงทุนที่ได้ลงไป ทั้งนี้เพื่อให้สามารถคำนวณภาษีขาออกได้อย่างถูกต้อง

จากปี 2000 ถึง 2004 มาเลเซียได้ผ่อนคลายมาตรการควบคุมทุนและการแลกเปลี่ยนเงินตราในด้านต่างๆ ลงโดยลำดับ ทั้งนี้ ณ วันที่ 1 เมษายน 2004 สถานะของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายแสดงดังตารางที่ 8.2

ตารางที่ 8.3 สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของมาเลเซีย ณ วันที่ 1 เมษายน 2004

มาตรการ	ประเภทของมาตรการ
ผู้พำนักในประเทศได้รับอนุญาตให้ขายสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าแบบ Non-export ในสกุลเงินต่างๆ ให้แก่ตัวแทนที่ได้รับอนุญาตหรือพาณิชย์บริษัทที่ได้รับการอนุมัติ ไม่ว่าจะเป็นการธุรกรรมซึ่งมีวัตถุประสงค์ก็ตาม แต่สัญญาจะต้องมีธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตราเกิดขึ้นจริงในอนาคต	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
ผู้พำนักในประเทศที่มีเงินกู้ในเงินสกุลต่างประเทศได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมซื้อขาย SWAP กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ พาณิชย์บริษัทที่ได้รับการอนุมัติ และธนาคารพาณิชย์นอกประเทศที่จดทะเบียนในเกาะลาบวน (Labuan) ทั้งนี้ต้องมีการรักษาสัญญาอย่างมั่นคง	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
บุคคลผู้พำนักในประเทศซึ่งมีเงินลงทุนอยู่ในรูปเงินตราสกุลต่างประเทศ สามารถถือครองบัญชีแบบ Non-export ในตลาดเงินนอกประเทศ โดยไม่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับยอดบัญชีในแต่ละวัน	การไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์และเงินลงทุนอื่นๆ
บริษัทที่พำนักในประเทศและมีเงินกู้จากตลาดเงินในประเทศ สามารถถือครองบัญชีเงินตราต่างประเทศแบบ Non-export กับธนาคารในประเทศที่ได้รับการอนุญาต โดยไม่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับยอดบัญชีในแต่ละวัน	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
บริษัทที่พำนักในประเทศและไม่มีเงินกู้จากตลาดเงินในประเทศ สามารถถือครองบัญชีเงินตราต่างประเทศแบบ Non-export กับธนาคารนอกประเทศที่ได้รับการอนุญาตที่เกาะลาบวน โดยมียอดคงค้างในแต่ละคืนไม่เกิน 500,000 เหรียญสหรัฐ หรือเทียบเท่า	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
บุคคลผู้พำนักในประเทศได้รับอนุญาตให้เปิดบัญชีในสกุลเงินตราต่างประเทศ เพื่ออำนวยความสะดวกด้านการศึกษาและการจ้างงานในต่างประเทศที่ธนาคารนอกประเทศที่เกาะลาบวน โดยมียอดคงค้างในแต่ละคืนไม่เกิน 150,000 เหรียญสหรัฐ หรือเทียบเท่า จากที่เคยมีขีดจำกัดที่ 100,000 เหรียญสหรัฐ	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
บุคคลผู้พำนักในประเทศซึ่งมีเงินลงทุนอยู่ในรูปเงินตราสกุลต่างประเทศ สามารถเลือกลงทุนได้อย่างอิสระในเครื่องมือทางการเงินในสกุลเงินตราต่างประเทศที่เสนอขายโดยธนาคารในประเทศ	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
ข้อจำกัดของเงินได้จากการส่งออกซึ่งสามารถเก็บไว้ในบัญชีสกุลเงินตราต่างประเทศได้รับการขยายจาก 1-70 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็น 30-70 ล้านดอลลาร์สหรัฐ	การดำเนินการเกี่ยวกับการส่งออก
การออกตราสารหนี้ในสกุลเงินริงกิตโดย Multinational Development Institutions และบริษัทข้ามชาติ สามารถทำได้ถ้าได้รับการอนุมัติจาก COFE	การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต

มาตรการ	ประเภทของมาตรการ
ธนาคารและบริษัทเงินทุนที่ไม่ใช่ธนาคารสามารถปล่อยกู้ในเงินสกุลริงกิตเพื่อการซื้อหรือสร้างอสังหาริมทรัพย์ในมาเลเซีย ยกเว้นที่ดิน	การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต
ข้อจำกัดในการปล่อยกู้ให้แก่ผู้ที่มีได้พำนักในประเทศโดยธนาคารพาณิชย์ เพิ่มจาก 200,000 ริงกิต เป็น 10,000,000 ริงกิต ทั้งนี้ ยกเว้นการปล่อยกู้แก่บริษัทนายหน้าค้าหุ้น Custodian Bank และ Correspondent Bank	การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต
ผู้ประกันความเสี่ยงที่ได้รับการอนุญาต และผู้ประกันความเสี่ยงของอิสลาม (Takaful Operator) ได้รับการอนุญาตให้ลงทุนในต่างประเทศได้ถึงร้อยละ 5 ของกำไรจากสินทรัพย์ และสามารถลงทุนในกองทุนที่เกี่ยวข้องได้ถึงร้อยละ 10 ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ	การไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์และเงินทุนอื่นๆ
Unit Trust Management Companies สามารถลงทุนในต่างประเทศได้เต็มจำนวนเท่ากับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่เป็นของผู้ที่มีได้พำนักในประเทศ และลงทุนได้ถึงร้อยละ 10 ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่เป็นของผู้ที่พำนักในประเทศโดยไม่ต้องได้รับการอนุมัติจาก COFE	การไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์และเงินทุนอื่นๆ
ธนาคารกลางมาเลเซียเปิดเสรีการแลกเปลี่ยนเงินตราให้แก่ธนาคารเพื่อการพัฒนา ระหว่างประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ และบริษัทข้ามชาติ โดยให้สามารถออกตราสารหนี้โดยมีริงกิตเป็นสกุลเงินหลักในตลาดการเงินของมาเลเซีย ขนาดของตราสารหนี้ควรมีขนาดใหญ่พอที่จะทำให้ตลาดตราสารหนี้ในประเทศมาเลเซียพัฒนา และระยะเวลาที่สุดของตราสารหนี้คือ 3 ปี เงินที่ได้จากการระดมทุนสามารถนำไปใช้ได้ทั้งในมาเลเซียและต่างประเทศ ทั้งนี้ไม่มีข้อบังคับในการดำรง External Account ในเงินตราสกุลใดก็ตามกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ ธนาคารเพื่อการพัฒนา ระหว่างประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ บริษัทข้ามชาติ และนักลงทุนที่มีได้พำนักในประเทศสามารถทำธุรกรรมซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า หรือ SWAP เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการถือเงินสกุลริงกิต รวมทั้งสามารถทำ SWAP อัตราดอกเบี้ยกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ	การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต

ที่มา: Johnson et al. (2006)

8.4 ผลของมาตรการ

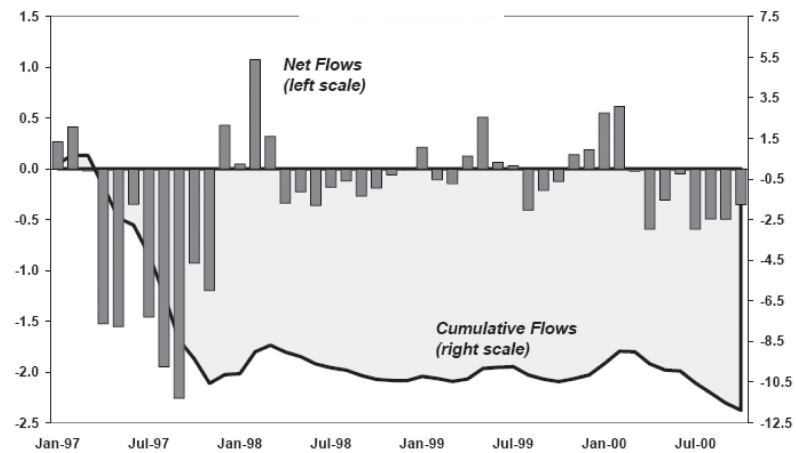
เนื้อหาในส่วนนี้จะสำรวจงานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออก ในประเด็นต่างๆ ดังต่อไปนี้

(1) ผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้าย

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกเพื่อหยุดยั้งภาวะ Capital Flight ถือว่าประสบความสำเร็จ โดยมาตรการสำคัญที่มีผลต่อความสำเร็จคือ มาตรการ 'รอ 12 เดือน' ภาษีเงินทูลขาออก และข้อกำหนดต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนนอกประเทศของผู้พำนักในประเทศ

แผนภาพที่ 8.1 แสดงถึงกระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ระหว่างปี 1997-2000 จะเห็นได้ว่า รัฐบาลได้นำมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกมาใช้หลังจากที่เศรษฐกิจเผชิญปัญหาเงินทุนไหลออกอย่างมากในช่วงปี 1997 ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการตั้งแต่เดือนสิงหาคม 1997 จนถึงต้นปี 2000 กระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์สุทธิมีเสถียรภาพเพิ่มมากขึ้น ภาวะเงินทุนไหลออกอย่างรุนแรงหยุดชะงัก และบางเดือนก็มีเงินทุนไหลเข้าสุทธิ โดยรวมแล้ว กระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์แบบสะสม (Cumulative Flows) อยู่ในระดับค่อนข้างคงที่เมื่อเทียบกับช่วงปี 1997 หมายความว่า มาตรการดังกล่าวมีส่วนในการหยุดยั้งภาวะอันตรายของเศรษฐกิจได้

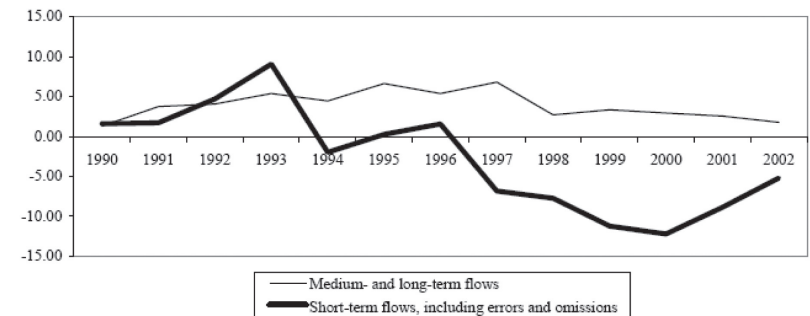
แผนภาพที่ 8.1 กระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ของมาเลเซีย (1997-2000)



ที่มา: Tamirisa (2004)

หากพิจารณากระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายโดยแยกเป็นระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว แผนภาพที่ 8.2 แสดงให้เห็นว่า ภายหลังจากใช้มาตรการในปี 1998 แม้เงินทุนระยะสั้นจะยังไหลออกอย่างต่อเนื่อง จนถึงปี 2000 แต่เงินทุนระยะกลางและระยะยาวอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ และมีกระแสเงินทุนสุทธิเป็นบวก ทั้งนี้ เงินทุนระยะสั้นเริ่มไหลกลับเข้าประเทศมาเลเซียมากขึ้นโดยลำดับตั้งแต่ปี 2000 เรื่อยมา แต่ยังคงมีระดับเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิเป็นลบ ข้อมูลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า มาตรการส่งผลกระทบต่อเงินทุนระยะกลางและระยะยาว ได้ไม่มาก แต่ผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นมีอยู่สูง

แผนภาพที่ 8.2 กระแสเงินลงทุนสุทธิของมาเลเซีย แยกตามประเภท (1990-2002)



ที่มา: Johnson et al. (2006) อ้างจาก Meesook et al. (2001)

Ariyoshi et al. (2000) ชี้ว่า มาตรการควบคุมทุนส่งผลกระทบต่อ FDI ด้วย ไตรมาสแรกของปี 1999 ประเทศมาเลเซียได้รับเงินลงทุนโดยตรงที่รัฐบาลรับรอง 1.3 พันล้านริงกิต เทียบกับ 1.29 หมื่นล้านริงกิต ในช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนหน้า และการลงทุนโดยตรงที่ผูกพันว่าจะเข้ามาใหม่ (Foreign Direct Investment Application) มีมูลค่าลดลงมาอยู่ที่ 991 ล้านริงกิต เทียบกับ 1.27 หมื่นล้านริงกิต และ 1.45 หมื่นล้านริงกิต ในช่วงเวลาเดียวกันของปี 1998 และ 1997 ตามลำดับ

ทั้งนี้ สาเหตุหนึ่งมาจากความไม่มั่นใจของนักลงทุนเกี่ยวกับมาตรการควบคุมทุนในระยะแรก แม้ว่าการลงทุนโดยตรงจะได้รับยกเว้นจากมาตรการก็ตาม

(2) ผลต่อแรงจูงใจทำไรค่าเงิน

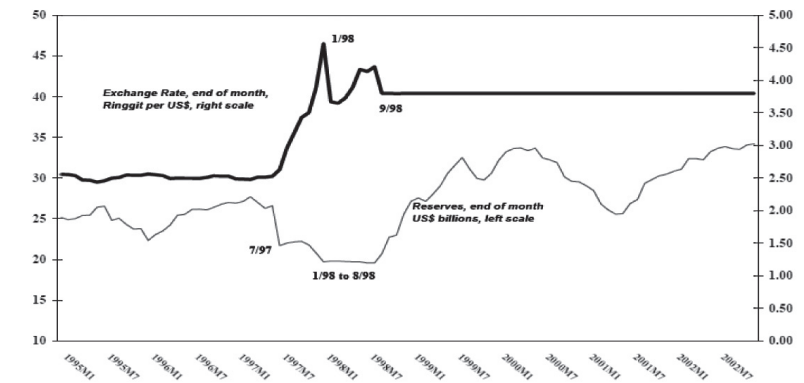
มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกนับว่าประสบความสำเร็จในการลดแรงกดดันจากการแข็งค่าไรค่าเงิน อันเป็นผลมาจากการยกเลิกตลาดเงินริงกิตนอกประเทศ การแข่งขันบัญชีเงินริงกิตนอกประเทศ และสร้างข้อจำกัดในการเข้าถึงเงินริงกิตของคนต่างชาติและคนที่ไม่ได้พักอาศัยอยู่ในประเทศ ทำให้นักเก็งกำไรล้มเลิก 'กระสุน' ในการ

โจมตีค่าเงิน มาตรการดังกล่าวทำให้การรักษาเงินริงกิตภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ทำได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยเผชิญต้นทุนทางเศรษฐกิจต่ำ

Ariyoshi et al. (2000) เสนอว่า นับตั้งแต่มีการบังคับใช้มาตรการ และใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ แรงกดดันจากการเก็งกำไรค่าเงินได้หายไปมากถึงแม้ว่าทางการจะใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลังแบบขยายตัวก็ตาม โดยมีรายงานถึงการหลีกเลี่ยงมาตรการเพียงเล็กน้อย และไม่มีสัญญาณของการออกไปแจ้งราคาสินค้าต่ำกว่าความเป็นจริง (Underinvoice) ในกรณีของการส่งออก และการออกไปแจ้งราคาสินค้าสูงกว่าความเป็นจริง (Overinvoice) ในกรณีของการนำเข้า

แผนภาพที่ 8.3 แสดงการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซีย จะเห็นได้ว่าหลังจากประเทศไทยลอยตัวค่าเงินบาท ค่าเงินมาเลเซียอ่อนตัวลงอย่างรุนแรงอันเนื่องมาจากแรงเก็งกำไรค่าเงินของนักลงทุน และมีความผันผวนมาก กระทั่งทางการประกาศมาตรการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ณ 3.8 ริงกิตต่อเหรียญสหรัฐ ค่าเงินจึงกลับสู่เสถียรภาพ และต้นทุนที่ใช้ในการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนไม่สูงมาก โดยดูได้จากระดับของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ไม่ได้ลดลงมาก และโดยเฉลี่ยอยู่ในระดับเดิมก่อนเผชิญวิกฤต และอยู่ในระดับสูงกว่าขณะโดนโจมตีค่าเงิน

แผนภาพที่ 8.3 การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของมาเลเซีย (1995-2002)



(3) ผลต่อตัวแปรด้านเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ

Ariyoshi et al. (2000) ชี้ว่า สถานะทางเศรษฐกิจมหภาคดีขึ้นภายหลังจากบังคับใช้มาตรการ กล่าวคือ ดุลการชำระเงินดีขึ้น เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงอ่อนค่าลง กระแสเงินทุนสุทธิในหลักทรัพย์ที่เป็นลบ (เงินไหลออก) อยู่ในภาวะที่ควบคุมได้ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง แต่อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงของตราสารหนี้ซึ่งสะท้อนอยู่ใน Interest Rate Spread เพิ่มสูงขึ้นในระยะสั้นๆ

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่ง เช่น Athukorala (2001) ชี้ว่า มาตรการควบคุมทุนของมาเลเซียช่วยให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ทำให้การบริโภคและการลงทุนภายในประเทศสูงขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยตัวเงินของมาเลเซียค่อยๆ ลดลง นอกจากนั้น อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงยังช่วยจำกัดการเพิ่มขึ้นของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในระบบธนาคาร Standard & Poor's ประเมินว่า หากทางการมาเลเซียไม่ได้ลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงปลายปี 1998 ถึง 1999 ปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้อาจสูงขึ้นเกินร้อยละ 30 ของเงินให้กู้ทั้งหมด (Ariyoshi et al., 2000)

งานศึกษาเชิงประจักษ์หลายชิ้นใช้วิธีการทางเศรษฐมิติเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคต่างๆ เช่น Tamirisa (2004) ซึ่งใช้ Error Correction Model วิเคราะห์ข้อมูลรายเดือนของมาเลเซียตั้งแต่เดือนมกราคม 1991 ถึงเดือนธันวาคม 2002 พบว่า มาตรการควบคุมทุนไม่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ มาตรการควบคุมการไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์ การควบคุมการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ และการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยน ช่วยลดส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริง และทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลง ในขณะที่มาตรการควบคุมการทำธุรกรรมระหว่างประเทศด้วยสกุลเงินท้องถิ่น และการควบคุมธุรกรรมในตลาดทุน ไม่มีผลที่มีนัยสำคัญต่อส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของมาเลเซีย และอัตราดอกเบี้ยในประเทศของมาเลเซีย

(4) ผลต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

Epstein, Grabel, and Jomo (2004) ชี้ว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกช่วยแยกภาคการเงินออกจากภาคเศรษฐกิจจริง และทำให้ผู้ดำเนินนโยบายมีทางเลือกในการใช้นโยบายการเงินและการคลังแบบขยายตัว เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค งานศึกษาที่สนับสนุนการใช้มาตรการ เช่น Palma (2000) Jomo (ed) (2001) Kaplan and Rodrik (2002) Dornbusch (2002) ชี้ให้เห็นว่า ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและตลาดหุ้นตกต่ำหยุดลงหลังจากการบังคับใช้มาตรการในช่วงสั้นๆ เท่านั้น

Kaplan and Rodrik (2002) วิเคราะห์ผลของมาตรการต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของมาเลเซีย โดยเปรียบเทียบกับประเทศเกาหลีใต้ที่เลือกเส้นทางแก้ปัญหาเศรษฐกิจตามแนวทางของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ³ พบว่า มาตรการดังกล่าวส่งผลด้านบวกต่อการจัดการ

³ Kaplan and Rodrik (2002) ใช้วิธี Time-shifted Differences-in-differences Technique

กับวิกฤตอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ภาคเศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วกว่า ทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน หากเปรียบเทียบผลงานทางเศรษฐกิจของมาเลเซียและเกาหลีใต้ ได้ผลดังนี้

- การเติบโตของผลผลิตอุตสาหกรรม (ของมาเลเซีย) ลดลงน้อยกว่า (ของเกาหลีใต้) ร้อยละ 5.2
- การจ้างงานภาคอุตสาหกรรมลดลงน้อยกว่าร้อยละ 19.1
- อัตราค่าจ้างแท้จริงลดลงน้อยกว่าร้อยละ 10.8
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงน้อยกว่าร้อยละ 22.3
- อัตราดอกเบี้ยลดลงมากกว่าร้อยละ 3.9
- อัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงอ่อนค่าลงน้อยกว่าร้อยละ 18.5
- อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นน้อยกว่าร้อยละ 1.8

เหตุผลที่เศรษฐกิจมาเลเซียฟื้นตัวได้ดีกว่า เนื่องจากผลของมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออกถูกส่งผ่านไปยัง 2 ช่องทาง ได้แก่

(1) ช่องทางด้านความต้องการใช้จ่าย มาตรการควบคุมทุนทำให้ทางการสามารถใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลังแบบขยายตัวได้โดยเผชิญข้อจำกัดต่ำ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัวช่วยเพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ ทำให้การผลิต การจ้างงาน และรายได้ สูงขึ้น

(2) ช่องทางด้านความเชื่อมั่น มาตรการดังกล่าวทำให้ความเชื่อมั่นและเสถียรภาพของระบบการเงินกลับคืนมา ช่วยบรรเทาภาวะวิกฤตผ่านการแยกตลาดการเงินภายในประเทศออกจากตลาดการเงินภายนอกประเทศและตลาดทุนระหว่างประเทศ

กระนั้น นักเศรษฐศาสตร์หลายคนไม่เชื่อว่า การที่เศรษฐกิจมาเลเซียฟื้นตัวได้ดีกว่า เป็นผลมาจากมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก เช่น Dornbusch (2001) มองว่า เป็นเพราะเศรษฐกิจมาเลเซียไม่ได้เผชิญกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่รุนแรงดังเช่นประเทศอื่นต่างหาก ความแตกต่างของผลงานการฟื้นเศรษฐกิจจะสะท้อนความ

แตกต่างของระดับความรุนแรงของวิกฤตเศรษฐกิจที่แต่ละประเทศเผชิญ มีใช้เป็นเครื่องชี้ความแตกต่างของแนวทางในการดำเนินนโยบาย

นอกจากนี้ งานศึกษาจำนวนหนึ่ง เช่น Hutchison (2001) หรือ นักเศรษฐศาสตร์ในกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เช่น Johnson et al. (2006) ได้วิจารณ์งานศึกษาของ Kaplan and Rodrik (2002) ว่าไม่ได้คำนึงถึงกรณีที่ประเทศมาเลเซียเข้าร่วมโครงการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ งานศึกษาเหล่านี้สรุปว่า ถ้าหากมาเลเซียขอความช่วยเหลือจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ วิกฤตการณ์ค่าเงินคงไม่ยืดเยื้อยาวนานถึงเดือนกันยายน 1998 และเศรษฐกิจจะไม่ประสบปัญหารุนแรงดังที่เป็นอยู่ อีกทั้งยังเสนอว่า การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมาเลเซียไม่แตกต่างจากประเทศอื่นๆ ในเอเชีย ไม่มีหลักฐานยืนยันว่าการบังคับใช้มาตรการทำให้ผลงานทางเศรษฐกิจของมาเลเซียดีกว่า และไม่เชื่อว่ามาตรการได้ทำให้ทางการมาเลเซียมีอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคมากขึ้น โดยให้เหตุผลว่า อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงไม่ได้เป็นผลของนโยบายที่แตกต่าง หากเป็นผลจากทิศทางของอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทั่วภูมิภาค

ปัจจัยที่มีผลต่อการฟื้นตัวของมาเลเซียในสายตาของ Johnson et al. (2006) คือการปฏิรูปภาคการเงินและภาคเอกชน ศักยภาพของรัฐ และปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เข้มแข็งในช่วงก่อนหน้าวิกฤต ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก

แม้ว่า Johnson et al. (2006) จะมองว่าการปฏิรูปเชิงโครงสร้างเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของมาเลเซีย ไม่ใช่ นโยบายควบคุมทุน แต่งานศึกษาจำนวนหนึ่งเห็นว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกมีบทบาทต่อการปฏิรูปเชิงโครงสร้าง กล่าวคือ ส่งผลให้การปฏิรูปเชิงโครงสร้างทำได้ดีขึ้น เพราะมาตรการช่วย ‘ซื้อเวลา’ และ ‘เปิดช่องหายใจ’ ให้ประเทศสามารถดำเนินนโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจที่จำเป็นที่พ้นไปจากการจัดการปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้าได้ ตัวอย่างของงานศึกษาประเภทนี้ ได้แก่ Ariyoshi et al. (2000) Hood

(2001) Epstein, Grabel, and Jomo (2004) เป็นต้น Hood (2001) ใช้คำว่า มาตรการควบคุมทุนเป็นเสมือนการรับประกันความเสี่ยงจากปัญหาเศรษฐกิจอันมีที่มาจากความผันผวนทางเศรษฐกิจในอนาคต

(5) ผลต่อตลาดหลักทรัพย์

เมื่อมาตรการแรกเริ่มใช้ในเดือนกันยายน 1998 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้ลดลงร้อยละ 13 มาอยู่ที่จุดต่ำสุดในปี 1998 ก่อนที่จะฟื้นตัวขึ้นจากแรงซื้อของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งกำกับโดยรัฐบาล และการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติที่ไม่สามารถนำเงินออกนอกประเทศมาเลเซียได้ รวมถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้เริ่มกลับคืนมา

Jomo (ed) (2001) ได้กล่าวถึงบทบาทของมาตรการควบคุมทุนต่อตลาดหุ้น โดยชี้ว่าถึงแม้มาตรการควบคุมทุนจะไม่มีผลโดยตรงต่อดัชนีตลาดหุ้น แต่มาตรการควบคุมทุนทำให้ทางการสามารถดำเนินนโยบายอื่นๆ ได้ เช่น การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว ซึ่งส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ภายหลังจากเดือนกันยายน 1998

แผนภาพที่ 8.4 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซีย (มิ.ย. 1998 ถึง พ.ค. 1999)



ที่มา: Ariyoshi et al. (2000)

(6) ผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ

ต้นทุนสำคัญของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกคือ การทำลายความเชื่อมั่นในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งสะท้อนจากอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศถูกปรับลดลง ภายหลังจากบังคับใช้มาตรการ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือระหว่างประเทศ เช่น Moody's Investor Service Thompson BankWatch Fitch IBCA ทำการลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศมาเลเซียลง อันเป็นผลจากความเสี่ยงด้านสินเชื่อ (Credit Risk) และความเสี่ยงในระดับประเทศ (Sovereign Risk) เพิ่มขึ้น เนื่องจากกังวลว่ามาตรการดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อระดับการเปิดประเทศทางด้านการค้าและการลงทุน ซึ่งเป็นเสาหลักของการพัฒนาเศรษฐกิจมาเลเซียมาโดยตลอด

ประเทศมาเลเซียถูกถอดจากดัชนีหลักที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนระหว่างประเทศภายหลังจากมีการบังคับใช้มาตรการ ดัชนีเหล่านี้ถูกใช้เป็นดัชนีที่ติดตามตลาดหลักทรัพย์ของเศรษฐกิจใหม่และเป็นดัชนีอ้างอิงในการลงทุนของผู้จัดการกองทุน เช่น Investment and Capital Indices ของ IFC ดัชนี MSCI ของ Morgan Stanley และ FT/S&P แต่ทั้งนี้ในปี 2000 มาเลเซียก็ถูกนำกลับเข้าดัชนีอีกครั้ง

ในส่วนของเงินลงทุนระยะยาว Athukorala (2001) ได้เสนอผลสำรวจความคิดเห็นเกี่ยวกับผลกระทบของมาตรการควบคุมทุนต่อบริษัทในภาคหัตถอุตสาหกรรม ซึ่งสำรวจโดย MIER (Malaysian Institute of Economic Research) ในปี 1999 พบว่า มาตรการควบคุมทุนไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนและดำเนินการของบริษัทท้องถิ่นและต่างชาติ ร้อยละ 85 ของบริษัทเปิดเผยว่า ได้วางแผนที่จะลงทุนในประเทศมาเลเซียต่อไปในช่วง 1 ถึง 3 ปีข้างหน้า

สำหรับผลกระทบในระยะยาว Johnson et al. (2006) ชี้ว่า จากรายงานประจำปีเรื่องการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศของ UNCTAD พบว่า ประเทศมาเลเซียไม่ได้ถูกลดอันดับลงในแง่การเป็นประเทศที่มีศักยภาพรับการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศ โดยยังอยู่ในอันดับที่

33-34 จากทุกประเทศทั่วโลก แต่สำหรับอันดับความน่าลงทุน (Capital Attracted) กลับตกลงอย่างมาก จากอันดับ 5-10 ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ มาเป็นอันดับ 70-75 ภายหลังวิกฤต

(7) ผลต่อต้นทุนการบริหารจัดการและการแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ

Ariyoshi et al. (2000) และ Jomo (ed) (2001) ชี้ว่า ต้นทุนสำคัญของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกคือ การที่ธนาคารกลางต้องชี้แจงรายละเอียดของมาตรการเพื่อสร้างความเข้าใจแก่ผู้เล่นต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ ขณะที่ฝ่ายนักลงทุนต้องเผชิญต้นทุนที่สูงขึ้น เพราะต้องแสดงรายละเอียดของธุรกรรมต่อผู้รับผิดชอบ ส่วนธนาคารพาณิชย์ก็มีต้นทุนในการรายงานธุรกรรมทางการเงินแก่ธนาคารกลางที่เข้มข้นขึ้นและถี่บ่อยขึ้น

ต้นทุนอีกประการหนึ่งที่เกิดจากมาตรการคือ การคอร์รัปชันและการอาศัยช่องว่างเพื่อหลบเลี่ยงมาตรการ Kaplan and Rodrik (2002) มองว่า มาตรการควบคุมทุนไม่ได้เพิ่มปัญหาคอร์รัปชัน เพราะการบังคับใช้มาตรการเป็นไปอย่างโปร่งใสและมีประสิทธิภาพ ขณะที่ Jomo (ed) (2001) ชี้ว่า มาตรการดังกล่าวทำให้เกิดปัญหาระบบพวกพ้องอุปถัมภ์ (Cronyism) รุนแรงขึ้น เพราะหน้าต่างแห่งโอกาสที่ถูกเปิดขึ้นจากมาตรการควบคุมทุนถูกนำไปใช้อย่างผิดๆ โดยกลุ่มผลประโยชน์ทางธุรกิจที่มีเส้นสายทางการเมือง (Political Favouritism) มีกลุ่มผลประโยชน์ที่ได้รับการช่วยเหลือทางการเงินจากรัฐ ตลอดจนการช่วยเหลือให้ควมรวมธุรกิจเพื่อเป็นผู้เล่นสำคัญในตลาดการเงิน Jomo (ed) (2001) มองว่า มาตรการควบคุมทุนมีเหตุผลทั้งทางเศรษฐกิจและทางการเมือง โดยเฉพาะในด้านการเมืองนั้น มีการเลือกปฏิบัติให้ประโยชน์แก่บริษัทเครือข่ายของผู้มีอำนาจบนต้นทุนสาธารณะ

ในประเด็นนี้ Johnson and Mitton (2003) เห็นเช่นเดียวกันว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนทำให้ระบบพวกพ้องอุปถัมภ์เพิ่มขึ้น

โดยศึกษาการกระจายทรัพยากรไปยังบริษัทเครือข่ายการเมือง โดยใช้ข้อมูลระดับบริษัทเพื่อพิสูจน์สมมติฐานว่า (1) บริษัทเครือข่ายการเมืองได้รับผลกระทบในทางลบมากกว่าบริษัททั่วไปในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เนื่องจากความสามารถของรัฐบาลในการให้สิทธิพิเศษและเงินสนับสนุนแก่บริษัทได้ลดลง และ (2) ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการจัดการทุน บริษัทเครือข่ายการเมืองได้รับผลประโยชน์มากกว่าบริษัททั่วไป เพราะบริษัทเครือข่ายการเมืองมีช่องทางแสวงหาประโยชน์จากมาตรการ

ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงต้นของวิกฤตการณ์ (กรกฎาคม 1997 ถึงสิงหาคม 1998) ร้อยละ 9 ของมูลค่าตลาดที่สูญเสียไป 60,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ของบริษัทเครือข่ายการเมืองที่ใกล้ชิดกับนายกรัฐมนตรี ดร.มหาเธร์ โมฮัมหมัด (Mahathir bin Muhamad) เป็นผลมาจากมูลค่าของเส้นสายที่ลดลง (Decrease in Value of Connection) ในขณะที่ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนในเดือนกันยายน 1998 บริษัทเครือข่ายการเมืองกลับมีมูลค่าตลาดสูงขึ้น 5,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นผลมาจากมูลค่าของเส้นสายที่เพิ่มขึ้น (Increase in Value of Connection) คิดเป็นร้อยละ 32⁴

นอกจากนี้ Johnson and Mitton (2003) ยังแสดงหลักฐานว่า บริษัทเครือข่ายการเมืองที่มีความเกี่ยวข้องกับนายกรัฐมนตรีมีราคาหุ้นลดลงมากกว่าบริษัททั่วไปโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 8.3 ในช่วงต้นของวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ และมีราคาหุ้นสูงขึ้นกว่าบริษัททั่วไปถึงร้อยละ 19.9 ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้าย ทั้งนี้ จากความรับรู้ของนักลงทุนต่อบริษัทเครือข่ายการเมือง การที่ราคาหุ้นลดลงในช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ เนื่องจากตลาดการเงินรับรู้ว่ วิกฤตการณ์เศรษฐกิจทำให้บริษัทเหล่านั้นไม่ได้รับประโยชน์อย่างที่เคย

⁴ ณ สิ้นเดือนกันยายน 1998 มูลค่าของเส้นสายของบริษัทเครือข่ายการเมืองมีมูลค่าถึงประมาณร้อยละ 17 ของมูลค่าตลาดของบริษัท

และตั้งคำถามต่อความสามารถในการปรับตัวรับมือปัญหาเศรษฐกิจ ขณะที่ในช่วงหลังใช้มาตรการ นักลงทุนคาดการณ์ว่า นักการเมืองสามารถใช้อิทธิพลสนับสนุนบริษัทโดยหาประโยชน์จากช่องว่างของมาตรการได้⁵

ทำนองเดียวกัน Rajan and Zingales (1998) สนับสนุนประเด็นเรื่องมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเพิ่มระดับของระบบพวกพ้องอุปถัมภ์ โดยชี้ว่า มาตรการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของชุดนโยบายที่ทำให้ระบบทุนนิยมพวกพ้อง (Crony Capitalism) ก้าวเข้ามามีบทบาทมากขึ้น เพราะทำให้ระบบเศรษฐกิจโดดเดี่ยวจากตลาดทุนระหว่างประเทศมากขึ้น ในขณะที่ปริมาณทุนในประเทศมีจำกัด ดังนั้น บริษัทที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุน เช่น การให้สินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์มักเป็นบริษัทที่มีเส้นสายกับนักการเมืองและผู้บริหารระดับสูงของธนาคารพาณิชย์

กระนั้น Johnson et al. (2006) ได้ตั้งข้อสังเกตไว้ประการหนึ่งเกี่ยวกับการหาหลักฐานเชิงประจักษ์เพื่อหาความเชื่อมโยงระหว่างมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนกับระบบพวกพ้องอุปถัมภ์ นั่นคือเทคนิคทางเศรษฐมิติที่ใช้กันในงานวิจัยนั้นไม่สามารถแยกผลจากมาตรการออกจากผลจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในเวลาเดียวกันได้ รวมถึงการนิยามขอบเขตและระดับของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุน เมื่อเป็นเช่นนี้ การวัดสิทธิประโยชน์ที่บริษัทเครือข่ายการเมืองได้รับจริงหลังการบังคับใช้มาตรการจึงทำได้ยาก

⁵ ตัวอย่างเช่น การให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้บริษัท การให้เงินช่วยเหลือแก่บริษัท การต่ออายุเงินกู้แม้ว่าบริษัทมีปัญหา การสั่งให้รัฐวิสาหกิจเช่นปีโตรนาสอุ้มบริษัทผลิตรถยนต์โปรตอน การที่รัฐควบคุมสถาบันการเงิน 58 แห่งให้เป็นธนาคารขนาดใหญ่ 10 แห่ง การที่รัฐบาลเข้าไปเป็นเจ้าของบริษัท Renong และจ่ายหนี้บางส่วนให้บริษัท เป็นต้น

9 บทสรุป

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ในนโยบายที่ดีที่สุดสำหรับทุกประเทศในทุกเงื่อนไขและทุกสถานการณ์ เมื่อมีการดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในโลกแห่งความจริงภายใต้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ ผลประโยชน์จากการเปิดเสรีระหว่างประเทศตามที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักมาตรฐานทำนายไว้อาจไม่เกิดขึ้นจริง ในขณะที่ต้นทุนของการใช้นโยบายดังกล่าวกลับเพิ่มสูงขึ้น

‘มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ’ (Capital Controls) เป็นนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกเพื่อ ‘จัดการ’ ทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ เพื่อบรรลุเป้าหมายสุดท้ายของการพัฒนาเศรษฐกิจ นั่นคือ เศรษฐกิจที่เติบโต เป็นธรรม มั่นคง และยั่งยืน มาตรการดังกล่าวมีประโยชน์โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมีปัจจัยเชิงสถาบันและพื้นฐานทางเศรษฐกิจยังไม่แข็งแกร่งเพียงพอและถึงพร้อมในการไต่คลัสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ

ฉะนั้น นอกจากมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะมีลักษณะความเป็น ‘มาตรการชั่วคราว’ สำหรับบังคับใช้

ในช่วงเปลี่ยนผ่านจนกว่าประเทศนั้นจะมีความเข้มแข็ง และมีความพร้อมในเชิงสถาบันสำหรับการเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างเต็มที่ต่อไป หรือสำหรับบังคับใช้ในช่วงที่เผชิญปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ มาตรการดังกล่าวยังมีลักษณะความเป็น ‘มาตรการถาวร’ ในฐานะ ‘ทางออกที่จำเป็น’ ในการใช้ชีวิตอยู่ในกระแสโลกาภิวัตน์เสรีนิยมใหม่ด้วย เพราะการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมีธรรมชาติที่เป็นปัญหาโดยตัวของมันเอง และมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยแก้ปัญหาที่ต้นเหตุได้มากกว่าทางแก้ภายใต้อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ ซึ่งต่อให้ตลาดการเงินทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ปัญหาที่ยังคงดำรงอยู่มีพักต้องตั้งคำถามว่ามีทางที่จะทำให้ตลาดสามารถทำงานได้อย่างสมบูรณ์ในโลกแห่งความจริงหรือไม่

‘สถาบัน’ หรือ ‘พื้นฐานเศรษฐกิจ’ ที่เข้มแข็ง อาจช่วย ‘ลดโอกาส’ การเกิดวิกฤตการณ์การเงิน หรือ ‘บรรเทา’ ความรุนแรงของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น แต่มีอาจ ‘ป้องกัน’ และจัดการปัญหาที่ต้นเหตุได้ เพราะธรรมชาติแห่งความผันผวนไร้เสถียรภาพ-อันเกิดจากธรรมชาติของการลงทุนและพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์ของนักลงทุน ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่ข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์เป็นเรื่องปกติธรรมดา-ก็ยังคงดำรงอยู่ รวมถึงปัญหาจากผลลูกกลมจากวิกฤตการณ์การเงิน (Contagion effects) ที่รุนแรงขึ้นภายใต้สถาบันแบบเสรีนิยมใหม่

กล่าวโดยสรุป มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศมิได้เป็นเพียงมาตรการระยะสั้นที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะหน้าช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ หรือเป็นนโยบายชดเชยระหว่างทางเท่านั้น แต่มาตรการดังกล่าวยังสามารถบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจระยะยาวได้ด้วย เช่น ลดความเปราะบางทางการเงิน เพิ่มสัดส่วนทุนระยะยาวในบัญชีทุน สร้างเสถียรภาพให้ระบบเศรษฐกิจ เป็นต้น ดังที่ประเทศชิลีใช้มาตรการจัดการทุนไหลเข้ายาวนานนับทศวรรษ และยังเป็น ‘ทางเลือก’ หนึ่งในนโยบายในปัจจุบัน

หนังสือเล่มนี้เป็นการศึกษาประสบการณ์ในการนำมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไปบังคับใช้จริงท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ โดยศึกษา (1) มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของประเทศชิลีในช่วงทศวรรษ 1990 ซึ่งมีลักษณะเป็น 'มาตรการป้องกัน' ปัญหาที่เกิดจากทุนไหลเข้าจำนวนมากอย่างรวดเร็วในช่วงเศรษฐกิจร้อนแรง จนส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน การส่งออก และภาคเศรษฐกิจจริง และ (2) มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของประเทศมาเลเซียในปี 1998 ซึ่งมีลักษณะเป็น 'มาตรการแก้ไข' ปัญหาที่เกิดจากเงินทุนไหลออกจำนวนมากอย่างรวดเร็วในช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ จนส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน และภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างหนัก

จากการศึกษาประสบการณ์ของทั้งสองประเทศจะเห็นว่า การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไม่ได้ถูกใช้อย่าง 'สิ้นคิด' หรือ 'มั่งง่าย' ดังที่นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมหลายคนมัก 'ตีตรา' เมื่อมีประเทศใดประเทศหนึ่งใช้นโยบายเศรษฐกิจที่พ้นไปจากนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ หากแต่มาตรการดังกล่าวมีรายละเอียดมากมายและมีการออกแบบโครงสร้างสิ่งจูงใจของมาตรการอย่างระมัดระวัง เพื่อไม่ให้กระทบเงินทุนระยะยาว ไม่ว่าจะเป็นมาตรการกันสำรองของชิลี และมาตรการเก็บภาษีขาออกของมาเลเซีย ซึ่งมีความซับซ้อนในตัวเอง

มาตรการจัดการทุนจึงไม่ได้ 'ง่าย' แต่ห้ามทุนไหลเข้าหรือห้ามทุนไหลออก หรือประกาศปิดประเทศไม่ต้อนรับเงินทุนต่างชาติเพียงเท่านั้น ประเทศที่บังคับใช้ล้วนไม่ได้ปฏิเสธนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่อย่างสิ้นเชิง แต่ใช้มาตรการดังกล่าวเสริมจากชุดนโยบายพื้นฐานแบบเสรีนิยมใหม่ที่เห็นว่าเป็นประโยชน์ในเวลาที่เหมาะสมและจำเป็น ทั้งนี้เพื่อแก้ไขปัญหาบางอย่างที่เกิดจากนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ แก้ไขปัญหาที่นโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่แก้ไม่ได้ และแก้ไขปัญหาใน 'เวลา' และภายใต้ 'เงื่อนไข' ที่การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมชุดเดิมไม่สามารถแก้ไขปัญหาได้หรือเป็นตัวสร้างปัญหาเสียเอง

ชุดนโยบายเศรษฐกิจของประเทศทั้งสองจึงเป็น 'ส่วนผสม' ระหว่างนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่กับนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกที่พ้นไปจากเสรีนิยมใหม่ เป็นการเลือกชุดนโยบายแบบ 'ทั้งเขาทั้งเรา' ไม่ใช่ 'ไม่เขาก้เรา' จะเห็นได้ว่า ประเทศเหล่านี้ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ไปพร้อมกับการใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ในกรณีของประเทศชิลี ทางการก็ยังดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ นโยบายแปรรูปรัฐวิสาหกิจ พร้อมไปกับมาตรการกันสำรอง ในกรณีของประเทศมาเลเซีย ทางการก็ยังดำเนินนโยบายเปิดเสรีการค้า ต้อนรับเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ พร้อมไปกับมาตรการ 'รอ 12 เดือน' หรือนโยบายภาษีขาออก

นอกจากนั้น มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายมิได้ทำงานอย่างโดดเดี่ยว แต่เป็นมาตรการหนึ่งในชุดนโยบายทางเศรษฐกิจเพื่อจัดการปัญหาเศรษฐกิจในระยะสั้น เช่น ลดการเก็งกำไรค่าเงิน และนำพาเศรษฐกิจให้ไปถึงเป้าหมายในระยะยาว เช่น เพิ่มสัดส่วนทุนระยะยาว จะเห็นได้ว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนถูกใช้ควบคู่กับนโยบายเศรษฐกิจอื่น เช่น นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน นโยบายการเงิน และนโยบายการค้า ซึ่งนโยบายทั้งหมดในชุดนโยบายล้วนส่งผล 'เสริมกัน' และทำให้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายมีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น เช่น มาเลเซียใช้การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การยกเลิกตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศ การลดอัตราดอกเบี้ย การใช้ นโยบายการค้าแบบขยายตัว ควบคู่ไปกับมาตรการจัดการทุนไหลออก

ทั้งนี้ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะช่วยเปิดโอกาสให้ประเทศมี 'ที่ทาง' หรือ 'ช่องว่าง' ที่จะทำการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจ (ระยะยาว) ได้ โดยไม่ต้องพะวงกับปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้ามากเกินไป การปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจมีส่วนสำคัญต่อความสำเร็จของมาตรการ โดยเฉพาะการปฏิรูปภาคการเงิน เช่น การปฏิรูประบบกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้มาตรการจัดการทุนของประเทศชิลีประสบความสำเร็จ

นอกจากการทำงานร่วมกับนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ จะส่งผลเสริมกันแล้ว ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดีก็ส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายเช่นกัน เพราะช่วยลดแรงกดดันในการจัดการเงินทุน ในทางกลับกัน มาตรการจัดการทุนที่ประสบความสำเร็จก็ช่วยทำให้ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศดีขึ้น

ตัวอย่างของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดี ที่ส่งผลบวกต่อมาตรการจัดการทุน ได้แก่ สัดส่วนหนี้ระหว่างประเทศต่ำ อัตราเงินเฟ้อต่ำ ฐานะดุลบัญชีเดินสะพัดดี ฐานะการคลังยั่งยืน และมีนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่คงเส้นคงวา

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศก็เหมือนเช่นนโยบายและมาตรการเศรษฐกิจอื่นๆ ที่มีทั้ง ‘ผลประโยชน์’ และ ‘ต้นทุน’ แม้มาตรการดังกล่าวจะมีปัญหาในบางด้าน เช่น ทำให้ราคาของทุน (Capital Cost) สูงขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก สร้างต้นทุนในการบริหารจัดการ (Administrative Cost) เปิดช่องให้มีการแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ หรือบั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งอาจส่งผลด้านลบต่อการพัฒนาเศรษฐกิจในอนาคต เป็นต้น แต่มาตรการดังกล่าวก็มีผลประโยชน์ต่อภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงินในหลายด้าน เช่น สร้างเสถียรภาพทางการเงิน (Financial Stability) ส่งเสริมเงินทุนต่างประเทศประเภทที่พึงปรารถนา เช่น FDI เพิ่มความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจโดยเฉพาะนโยบายการเงิน ลดความรุนแรงของวิกฤตการณ์การเงิน และทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดีขึ้น

จากการศึกษาประสบการณ์ของทั้งสองประเทศ จะเห็นได้ว่าความหวาดกลัวของนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ส่วนใหญ่ต่อมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ดูจะเป็นความหวาดกลัวที่เกินเลย และประเมินผลประโยชน์สุทธิของมาตรการต่ำกว่าความเป็นจริง

ในด้านผลประโยชน์ของมาตรการ มาตรการดังกล่าวช่วยแก้ปัญหาเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ได้อย่างประสบความสำเร็จ เช่น การชะลอเงินทุนไหลเข้า และการลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย และต้นทุนในการทำ Sterilization ในกรณีของประเทศชิลี และการยับยั้งการเก็งกำไรเงินริงกิต การชะลอเงินไหลออก และการลดผลกระทบจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจด้วยการใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัวหลังใช้มาตรการ ในกรณีของประเทศมาเลเซีย

ในด้านต้นทุนของมาตรการ มาตรการดังกล่าวไม่ได้แตกต่างไปจากมาตรการเศรษฐกิจทุกมาตรการที่มีราคาต้องจ่ายในการบังคับใช้นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ ‘ไม่ให้ราคา’ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ เนื่องจากเห็นว่าราคาที่จ่ายสูงเกินไปถึงแม้จะช่วยแก้ปัญหาในระยะสั้น แต่ก็ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในระยะยาวด้วย เช่น บั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุน ทำให้ในอนาคตอาจขาดแคลนเงินทุนต่างประเทศมาใช้ในการพัฒนาเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเข้มแข็งทางเศรษฐกิจในบั้นปลาย เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง การพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนที่ช้าลง เป็นต้น

แต่เมื่อพิจารณาผลลัพธ์ของการดำเนินมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายของทั้งสองประเทศ จะเห็นว่า ภาพฝันร้ายดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้นจริง แม้จะมีปัญหาในการบังคับใช้อยู่บ้าง และมาตรการมักนำมาซึ่ง Shock ทางเศรษฐกิจในระยะสั้น โดยเฉพาะเมื่อเริ่มบังคับใช้ แต่อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจก็จะกลับสู่ระดับเดิมและ/หรือสูงกว่าในเวลาไม่นาน เงินทุนต่างชาติยังคงไหลเข้ามาลงทุนในประเทศที่มีประวัติของการบังคับใช้มาตรการทั้งในส่วนของเงินลงทุนระยะยาวและเงินลงทุนในสินทรัพย์ มาตรการไม่ได้ทำลาย ‘โอกาส’ ในอนาคตของเศรษฐกิจใหม่เหล่านั้นลง ตลาดหลักทรัพย์ก็ฟื้นตัวกลับสู่ระดับเดิมและสูงกว่าเดิมภายหลังจากมาตรการจัดการทุนช่วยทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่เสถียรภาพไม่นาน แม้มูลค่าตลาดจะลดลงไปมากเมื่อแรกบังคับใช้มาตรการ ดังเช่น กรณีของมาเลเซีย แต่ตลาดก็ปรับตัวและเรียนรู้จนกลับเข้าสู่ระดับเดิม

แม้ นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งจะยอม ‘กัดฟัน’ สนับสนุน มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายในบางเงื่อนไขและบาง สถานการณ์ก็ตาม แต่ก็มักสนับสนุนเพียงการกำกับควบคุมทุนไหลเข้า เท่านั้น โดยที่ส่วนใหญ่มีความเห็นว่าไม่ควรมีการกำกับควบคุมทุน ไหลออกอย่างเด็ดขาด แต่จากการศึกษาจะเห็นว่า มาตรการกำกับและ จัดการทุนเคลื่อนย้ายสามารถประสบความสำเร็จได้ทั้งในกรณีการจัดการ ทุนไหลเข้าอย่างซึลิ และในกรณีการจัดการทุนไหลออกอย่างมาเลเซีย

นักเศรษฐศาสตร์ทั่วไปมักเข้าใจผิดว่า หากมาตรการจัดการทุน เคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะทำงานได้ดีในระยะยาว ต้องเพิ่มความ เข้มแข็งในการควบคุมมากขึ้นเรื่อยๆ แต่ในความเป็นจริง มาตรการ กำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายมีความเป็นพลวัตที่เปลี่ยนแปลงตาม สถานการณ์เศรษฐกิจ เช่น มีการควบคุมอย่างเข้มข้นในช่วงเกิด วิกฤตการณ์เศรษฐกิจ แต่ผ่อนคลายลงเมื่อสถานการณ์ดีขึ้น

ผู้กำหนดนโยบายต้องมีความสามารถในการเลือกใช้มาตรการ ควบคุมที่หลากหลายและเปลี่ยนแปลงได้ตามสถานการณ์ และมีความ ยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบาย เหตุที่กรณีตัวอย่างทั้งสองประเทศประสบความสำเร็จ เนื่องจากทางการเรียนรู้ปัญหาและปรับตัวได้ค่อนข้างเร็ว ในกรณีประเทศซึลิ มีการปรับมาตรการเพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ หลายครั้ง เช่น ขยายขอบเขตความครอบคลุมของมาตรการ เพื่อลดการ แสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ และความไม่มีประสิทธิภาพของมาตรการ รวมถึงการปรับตัวตามสถานการณ์เศรษฐกิจ เช่น ปรับเปลี่ยนอัตรา กันสำรอง ในกรณีของมาเลเซีย เมื่อใช้มาตรการไปได้ประมาณ 5 เดือน มีการปรับเปลี่ยนนโยบายจาก ‘รอ 12 เดือน’ เป็น ‘ภาษีขาออก’ เพื่อให้ ‘ตลาด’ มีบทบาทในการควบคุมทุนมากขึ้น เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพ ให้กับมาตรการ และสร้างแรงจูงใจในการลงทุนให้แก่นักลงทุน

ไม่มีมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่าง ประเทศที่มีความสมบูรณ์แบบตั้งแต่แรกเริ่ม หรือหยุดนิ่งคงที่ไม่ไหวติง เมื่อสถานการณ์เศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป มาตรการที่สำเร็จต้องมีพลวัต

และปรับเปลี่ยน ‘ขนาด’ และ ‘ทิศทาง’ ของนโยบายได้อย่างเหมาะสม ยืดหยุ่น และสอดคล้องต้องตามสถานการณ์เศรษฐกิจ การเลิกใช้ มาตรการในจังหวะเวลาที่เหมาะสม ไม่ได้เป็นตัวสะท้อนว่ามาตรการ ล้มเหลว ใช้การไม่ได้

การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ยังเป็น ‘เนื้อหาดีน’ ที่สำคัญสำหรับการใช้นโยบายเศรษฐกิจทางเลือก อื่นๆ โดยเฉพาะนโยบายเศรษฐกิจเพื่อเศรษฐกิจจริง (Real Economy- targeted Economic Policy) เช่น นโยบายส่งเสริมการจ้างงานและการ ลงทุนที่สร้างงาน นโยบายค่าจ้างเพื่อชีวิต (Living Wages) นโยบาย รักษาอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงให้มีเสถียรภาพและแข่งขันได้ (Stable and Competitive Real Exchange Rate: SCRER) เป็นต้น งานวิจัยของ นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนมากชี้ว่า นโยบายเศรษฐกิจทางเลือก เหล่านี้ทำงานภายใต้การบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุน เคลื่อนย้ายในบางระดับควบคู่กันได้ดีกว่าภายใต้การเปิดเสรีการเงิน ระหว่างประเทศอย่างเต็มที่

นโยบายเศรษฐกิจเพื่อเศรษฐกิจจริงเหล่านี้เป็นคล้ายดั่ง ‘คู่ ตรงข้าม’ กับนโยบายกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ซึ่งเป็นนโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจหลักในชุด นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ นิยามของคำว่า ‘เสถียรภาพทาง เศรษฐกิจ’ ในยุคเสรีนิยมใหม่ ได้หดแคบเหลือเพียงเสถียรภาพของระดับ ราคาสินค้าโดยทั่วไป หรือการรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำเท่านั้น ทั้งที่ ‘เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ’ ควรจะหมายถึงการจ้างงานเต็มที่ด้วย ซึ่งเป็นการสะท้อนภาวะของการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และ เป็นพื้นฐานของการมีระดับความต้องการใช้จ่ายมวลรวมที่เหมาะสม ในระบบเศรษฐกิจ (คนมีงาน มีรายได้ มีการใช้จ่าย เศรษฐกิจก็เดินหน้า มีการผลิต มีการลงทุน)

นโยบายเศรษฐกิจภายใต้อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ให้ความสำคัญ กับเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อต่ำเป็นหลัก เหนือเป้าหมายการจ้างงานและ

สร้างงานให้คนมีงานทำ เนื่องจากภาวะที่มีคนว่างงานในระบบเศรษฐกิจ ทำให้อำนาจต่อรองของแรงงานลดลง ซึ่งสอดคล้องกับโครงสร้างผลประโยชน์แบบเสรีนิยมใหม่

เช่นนี้แล้ว มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศได้เปิด 'ที่ทาง' และ 'ช่องว่าง' ให้ประเทศดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบขยายตัวเพื่อเสริมสร้างเศรษฐกิจจริง โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างงาน เพิ่มค่าจ้าง สร้างรายได้ ให้มากขึ้น แต่ขณะเดียวกันก็ส่งผลกระทบต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยนลดน้อยลง อันเป็นผลมาจากการจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายทางการสามารถดำเนินนโยบายการเงินขยายตัว เช่น ลดอัตราดอกเบี้ย หรือเพิ่มปริมาณเงิน โดยไม่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลงมาก และสถานะของดุลบัญชีชำระเงินไม่เผชิญแรงกดดันให้ปรับตัวลดลงมาก

กล่าวโดยสรุป มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศเป็นหนึ่งในนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกที่ควรใช้ร่วมกับนโยบายเศรษฐกิจเพื่อเศรษฐกิจจริงต่างๆ เพื่อนำเศรษฐกิจขึ้นจากหล่ม 'อดีตในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวด' ซึ่งถูกทำให้เป็น 'สถาบัน' ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์และอุดมการณ์เศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่

งานศึกษาชิ้นนี้พยายามนำเสนอปรัชญาและเหตุผล แนวคิด เนื้อหารายละเอียด ประเด็นโต้เถียง และประสบการณ์ของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ เพื่อเป็น 'องค์ความรู้' ขึ้นพื้นฐานในการทำความเข้าใจมาตรการดังกล่าวต่อไปในฐานะหนึ่งในนโยบายเศรษฐกิจทางเลือก

ในส่วนของบทสรุป ได้พยายามนำเสนอ 'ท่าที' เพื่อการวิเคราะห์ และ 'บทเรียน' ของการใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายให้ชัดเจนขึ้น แม้เนื้อหาหลายส่วนจะแทรกอยู่ในตัวเนื้อหาหลักของงานชิ้นเดียวกันนี้แล้วก็ตาม

หากศึกษาประสบการณ์การบังคับใช้มาตรการดังกล่าว จะพบว่า ไม่มีสูตรสำเร็จในการทำและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ทั้งนี้ แต่ละประเทศมีระดับการควบคุมจัดการและใช้เทคนิคในการควบคุมจัดการที่แตกต่างกัน การเลือกใช้มาตรการต้องให้สอดคล้องเหมาะสมกับ 'สถาบัน' ในประเทศนั้น เช่น ต้องคำนึงถึงระดับการเปิดเสรีตลาดเงิน ประสิทธิภาพของระบบราชการ โครงสร้างพื้นฐานทางการเงิน ประสิทธิภาพในการทำและตรวจสอบสถาบันการเงิน วิถีแห่งประวัติศาสตร์ของการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ รวมถึงต้องผสมผสานมาตรการกำกับและจัดการเงินทุน—ซึ่งควรจะมีประสิทธิภาพและความยืดหยุ่น ปรับตัวได้อย่างเป็นพลวัต สอดคล้องต้องตามสถานการณ์เศรษฐกิจและปิดช่องโหว่—เข้ากับชุดนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ ทั้งนโยบายเสรีนิยมใหม่และนโยบายทางเลือก ได้อย่างลงตัว เพื่อให้เศรษฐกิจของประเทศสามารถใช้ชีวิตอยู่ท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจได้อย่างยั่งยืน มีประสิทธิภาพ มั่นคง มีความเป็นธรรมทางเศรษฐกิจ และมีวิถีแห่งการพัฒนาเศรษฐกิจที่มี 'ความหมาย' สำหรับผู้คนในประเทศ

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ เป็นเพียง 'วิธีการ' ไปสู่ 'เป้าหมาย' หากใช้เป็น 'เป้าหมาย' โดยตัวของมันเองแต่อย่างใด ไม่นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเพียงลำพังไม่สามารถส่งมอบเป้าหมายในอุดมคติดังกล่าวได้ เราควรตั้งคำถามและแสวงหา 'วิธีการ' ใหม่ ปฏิรูป 'วิธีการ' เดิม หรือผสมผสาน 'วิธีการ' ใหม่และเก่าเข้าด้วยกันหรือใช้ร่วมกัน

การศึกษาวิเคราะห์เรื่องมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศถือเป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการตั้งคำถามและแสวงหาทางออก เพื่อบรรลุ 'เป้าหมาย' ทางเศรษฐกิจที่ทำให้ผู้คนในเศรษฐกิจอยู่เย็นเป็นสุข

บรรณานุกรม

ภาษาอังกฤษ

- Adelman, I. and E. Yeldan (2000). "The Minimal Conditions for a Financial Crisis: A Multiregional Intertemporal CGE Model of the Asian Crisis," *World Development* 28(6), pp. 1,087-1,100.
- Agosin, M. (1994). "Saving and Investment in Latin America," *UNCTAD Discussion Papers* No. 90 (October).
- Agosin, M. and R. Ffrench-Davis (1998). "Managing Capital Inflow in Chile," *Paper for Discussion*. Expert Group Meeting: What have We Learn One Year into the Financial Crisis in Emerging-market Economies?. United Nations.
- Agosin, M. and R. Mayer (2000). "Foreign Investment in Developing Countries: Does it Crowd in Domestic Investment?," *UNCTAD Discussion Paper Series* No. 146. UNCTAD.
- Aitken, B. and A. Harrison (1999). "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment: Evidence from Venezuela," *American Economic Review* 89(3), pp. 605-618.
- Akyüz, Y. (2006). "From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation," Paper presented at the Carnegie Endowment for International Peace Conference, 14-15 April 2005, Washington D.C..
- Ariyoshi, A. et al. (2000). "Capital Controls: Country Experience with Their Use and Liberalization," *IMF Occasional Paper* Vol. 190. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Athukorala, P. (2001). *Crisis and Recovery in Malaysia: The Role of Capital Controls*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Baker, D., G. Epstein, and R. Pollin (eds) (1998). *Globalization and Progressive Economic Policy*. Cambridge University Press.
- Bénassy, J. (2006). "Employment Targeting," *Paris-Jourdan Sciences Economiques Working Paper* No. 2006-20.
- Bhagwati, J. (1998). "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars," *Foreign Affairs* May/June, pp. 7-12.
- Blecker, R. (1999). *Taming Global Finance: A Better Architecture for Growth and Equity*. Washington D.C.: Economic Policy Institute.
- Bowles, S. (2004). *Microeconomics: Behavior, Institutions, and Evolution*. Princeton University Press.
- Bowles, S., R. Edwards, and F. Roosevelt (2005). *Understanding Capitalism: Competition, Command, and Change*. New York: Oxford University Press.
- Braunstein, E. and G. Epstein (2002). "Bargaining Power and Foreign Direct Investment in China: Can 1.3 Billion Consumers Tame the Multi-nationals?," *Political Economy Research Institution Working Paper* No. 45. University of Massachusetts Amherst.
- Calvo, G., L. Leiderman, and C. Reinhart (1993). "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," *IMF Staff Papers* 40(1), pp. 108-151.
- Calvo, G. and E. Mendoza (1996). "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold," *Journal of International Economics* 41 (November), pp. 235-264.
- Colander, D. (2005). "The Making of an Economist Redux," *Journal of Economic Perspective* 19(1), pp. 175-198.
- Crotty, J., G. Epstein, and P. Kelly (1998). "Multinational Corporations in the Neo-liberal Regime," in Baker, D., G. Epstein, and R. Pollin (eds). *Globalization and Progressive Economic Policy*. Cambridge University Press.
- Dooley, M. (1996). "A Survey of the Academic Literature on Controls over International Capital Transactions," *IMF Staff Papers* 43(4), pp. 639-687.
- Dornbusch, R. (2001). "Malaysia: Was It Different?," *NBER Working Paper* No. 8325. National Bureau of Economic Research.
- Economist, The (2001). *Globalization*. Profile Books Ltd.

- Edwards, S. (1998). "Capital Flow, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences," *NBER Working Paper* No. 6800. National Bureau of Economic Research.
- Edwards, S. (1999a). "How Effective are Capital Controls?," *Journal of Economic Perspectives* 13(4), pp. 65-84.
- Edwards, S. (1999b). "On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia," *NBER Working Paper* No. 7233. National Bureau of Economic Research.
- Edwards, S. (2001). "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?," *NBER Working Paper* No. 8076. National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Institute for International Economics.
- Eichengreen, B. (2002). *Financial Crises and What to Do about Them?*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. and M. Mussa (1998). "Capital Account Liberalization, Theoretical, and Practical Aspects," *IMF Occasional Paper* 172. International Monetary Fund.
- Epstein, G. (2000). "Threat Effects and the Impact of Capital Mobility on Wages and Public Finances: Developing a Research Agenda," *Political Economy Research Institute Working Paper* No. 7. University of Massachusetts Amherst.
- Epstein, G. (2002). "Employment-oriented Central Bank Policy in an Integrated World Economy: A Reform Proposal for South Africa," *Political Economy Research Institute Working Paper* No. 39. University of Massachusetts Amherst.
- Epstein, G. (ed) (2005a). *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Epstein, G. (ed) (2005b). *Financialization and the World Economy*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Epstein, G. and J. Schor (1992). "Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries," in Banuri, T. and J. Schor (eds). *Financial Openness and National Autonomy*. Oxford: Clarendon Press, pp. 136-162.
- Epstein, G., I. Grabel, and K.S. Jomo (2004). "Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990s and Lessons for the Future," *G-24 Discussion Paper Series* No. 27.
- Epstein, G., I. Grabel, and K.S. Jomo (2005). "Capital Management Techniques in Developing Countries," in Epstein, G. (ed). *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Felix, D. (2003). "The Past as Future? The Contribution of Financial Globalization to the Current Crisis of Neo-liberalism as a Development Strategy," *Political Economy Research Institute Working Paper* No. 69. University of Massachusetts Amherst.
- Ffrench-Davis, R. and H. Reisen (eds) (1998). *Capital Flows and Investment Performance: Lesson from Latin America*. UN/ECLAC Development Center of the OECD.
- Fischer, S. (2002). "Financial Crises and Reform of the International Financial System," *NBER Working Paper* No. 9297. National Bureau of Economic Research.
- Fischer, B. and H. Reisen (1993). "Liberalizing Capital Flows in Developing Countries: Pitfalls, Prerequisites, and Perspectives," Paris: OECD Development Center.
- Frenkel, R. (2004). "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile, and Mexico," Paper presented at the G-24 Technical Group Meeting, Washington D.C..
- Frenkel, R. (2006). "An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on Employment," *Journal of Post Keynesian Economics* 28(4), pp. 573-591.
- Frenkel, R. and L. Taylor. (2006). "Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment," *Working Paper* No. 19. Department of Economic and Social Affairs (DESA), United States, New York, February 2006.
- Forbes, K.J. (2007). "One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms," *Journal of International Economics* 71(2007), pp. 294-323.
- Gallego, F. and L. Hernández (2003). "Microeconomic Effects of Capital Controls: The Chilean Experience During the 1990s," *International Journal of Finance and Economics* 8(3), pp. 225-253.
- Gallego, F., L. Hernández and K. Schmidt-Hebbel (1999). "Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?," *Central Bank of Chile Working Papers* No. 59.

- Gabel, I. (1995). "Speculation-led Economic Development: A Post Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World," *International Review of Applied Economics* 9(2), pp. 127-149.
- Gregorio, J.D., S. Edwards, and R. Valdés (2000). "Controls on Capital Inflows: Do They Work?," *NBER Working Paper* No. 7645, National Bureau of Economic Research.
- Grilli, V. and G.M. Milesi-Ferretti (1995). "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls," *IMF Staff Paper* No. 42, pp. 517-551.
- Gurley, J. and E. Shaw (1967). "Financial Development and Economic Development," *Economic Development and Cultural Change* 15(3), pp. 257-268.
- Hanson, G. (2001). "Should Countries Promote Foreign Direct Investment?," *G-24 Discussion Paper Series* No. 9.
- Harrison, A. and M. McMillan (2002). "Does Direct Foreign Investment Affect Domestic Firms Credit Constraints?," *NBER Working Paper* No. 8438. National Bureau of Economic Research.
- Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Herrera, L.O. and R. Valdés (1999). "The Effect of Capital Controls on Interest Rate Differentials," *Central Bank of Chile Working Paper* No. 50.
- Hodgson, G. (2006). "What Are Institutions?," *Journal of Economic Issues* 40(1), pp. 1-25.
- Hood, R. (2001). "Malaysian Capital Controls," *Policy Research Working Paper* No. 2536. Poverty Reduction and Economic Management Sector Unit, East Asia and Pacific Region, The World Bank.
- Hutchison, (2001). "A Cure Worse than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs," *NBER Working Paper* No. 8305. National Bureau of Economic Research.
- IMF (2000). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Johnson, S. and T. Mitton (2003). "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia," *Journal of Financial Economics* 67(2), pp. 351-382.
- Johnson, S., K. Kochhar, T. Mitton, and N. Tamirisa (2006). "Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions," *IMF Working Paper* No. 06/51. International Monetary Fund.
- Jomo, K.S. (ed) (2001). *Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*. London: Zed Press.
- Kaminsky, G., S. Lizondo, and C. Reinhart (1998). "Leading Indicators of Currency Crises," *IMF Staff Papers* 45(1), pp. 1-48.
- Kaminsky, G. and C. Reinhart (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review* 89(3), pp. 473-500.
- Kaplan, E. and D. Rodrik (2002). "Did the Malaysian Capital Controls Work?," in Edwards, S. and J. Frankel (eds). *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Chicago: University of Chicago Press. pp. 393-441.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Harcourt, Brace.
- Kindleberger, C. (1967). "The Pros and Cons of an International Capital Markets," *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, October, pp. 600-617.
- Krugman, P. (1998). "Open Letter to Prime Minister Mahathir," *Fortune* 28 September.
- Laurens, B. and J. Cardoso (1998). "Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile," *IMF Working Paper* 98/168. International Monetary Fund.
- LeFort, G. (1999). "The Experience with Capital Controls and Capital Account Regulations in Chile," Paper Prepared for the Working Group on Foreign Capital Flows of the Financial Stability Forum, May 28.
- LeFort V.G. and C. Budenvich (1997). "Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences," *International Monetary and Financial Issues for the 1990s, VIII*. UNCTAD/GDS/MDPB/1, United Nations Publication.
- Meesook, K. et al. (2001). "Malaysia: From Crisis to Recovery," *IMF Occasional Paper* No. 207. International Monetary Fund.
- Milanovic, B. (2003). "The Two Faces of Globalization: Against Globalization as We Know It," *World Development* 31(4), pp. 667-683.
- Miller, M. (1999). "Malaysian Capital Controls a Failure," *Asian Wall Street Journal*, 9 July, p. A18.
- Morandé, F. (2001). "Exchange Rate Policy in Chile: Recent Experience," Paper for Conference on "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating." International Monetary Fund.

- Muqtada, M. (2003). "Macroeconomic Stability, Growth, and Employment: Issues and Considerations beyond the Washington Consensus," *Employment Paper* 2003/48. International Labour Office.
- Mussa, M. and M. Goldstein (1993). "The Integration of World Capital Markets," In Federal Reserve Bank of Kansas City. *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Kansas City, Mo.: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Nadal-De Simone, F. and P. Sorsa (1999). "A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s," *IMF Working Paper* WP/99/52. International Monetary Fund.
- Obstfeld, M. (1998). "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?," *Journal of Economic Perspectives* 12(4), pp. 9-30.
- Obstfeld, M. and A. Taylor (2002). "Globalization and Capital Markets," *NBER Working Papers* 8846. National Bureau of Economic Research.
- Ocampo, J. (2002). "Capital-account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries," *UNU/WIDER Discussion Paper* August.
- Osterhammel J. and N.P. Petersson (2005). *Globalization: A Short History*. Princeton: Princeton University Press.
- Palley, T. (1999). "International Finance and Global Deflation: There is an Alternative." in Grieve Smith, J. and J. Michie (eds) (1999). *Global Instability: The Political Economy of World Economic Governance*. London: Routledge.
- Palma, G. (2000). "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls," *SCEPA Working Paper* 2000-17. Center for Economic Policy Analysis, New School University.
- Perkins, D.H. and W.T. Woo (2000). "Malaysia: Adjusting to Deep Integration with the World Economy," in Woo, W.T., J. Sachs, and K. Schwab (eds). *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia*. Cambridge: MIT Press.
- Pollin, R. (1998). "Can Domestic Expansionary Policy Succeed in a Globally Integrated Environment? An Examination of Alternatives," in Baker, D., G. Epstein, and R. Pollin (eds). *Globalization and Progressive Economic Policy*. Cambridge University Press.
- Pollin, R. (2002). "Living Wages, Poverty, and Basic Needs: Evidence from Santa Monica, California," *Political Economy Research Institute Working Paper* No. 33. University of Massachusetts Amherst.
- Pollin, R. (2005). *Contours of Descent: U.S. Economic Fractures and the Landscape of Global Austerity*. London: Verso Press.
- Pollin, R., S. Luce, and M. Brenner (1999). *Economic Analysis of the New Orleans Minimum Wage Proposal*. Political Economy Research Institute. University of Massachusetts Amherst.
- Pollin, R., G. Epstein, J. Heintz, and L. Ndikumana (2006). *An Employment-Targeted Economic Program for South Africa*. United Nations Development Programme.
- Rajan, R. and L. Zingales (1998). "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance* 11(3), pp. 40-48.
- Rajaraman, I. (2001). *Capital Account Regimes in India and Malaysia*. National Institute of Public Finance and Policy.
- Razin, O. and S. Collins (1997). "Real Exchange Rate Misalignments and Growth," *NBER Working Paper* No. 6174. National Bureau of Economic Research.
- Reisen, H. (1999). "Policies for Crisis Prevention," Background Paper to a lecture presented at the Bank of Thailand, 3rd and 4th July.
- Resnick, S. and R. Wolff (2002). *Class Theory and History: Capitalism and Communism in the USSR*. New York: Routledge.
- Rodrik, D. (1998). "Who Needs Capital Account Convertibility?," in Kenen, P.B. (ed). *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*. Princeton Essay in International Finance No. 207.
- Rodrik, D. (2001). "The Global Governance of Trade: As If Development Really Mattered," *Trade and Human Development Series*. New York: UNDP.
- Schmidt-Hebbel, K. (1998). "Chile's Takeoff: Fact, Challenges, Lessons," *Central Bank of Chile Working Paper* No. 34.
- Sen, A. (2002). "How to Judge Globalism?," *The American Prospect* 13(1), pp. 1-14.
- Shatz, H. and D. Tarr. (2000). "Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience," *Country Economic Department World Bank Working paper* 2289.
- Stiglitz, J. (1998). "More Instrument and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus," United Nations University, World Institute for Development Economic Research, WIDER Annual Lectures 2(January), <http://www.wider.unu.edu/stiglitz.htm>.
- Stiglitz, J. (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York: W.W. Norton & Company, Inc.

Tamirisa, N. (2004). "Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia," *IMF Working Paper* No. 04/3. International Monetary Fund.

UNCTAD. (1998). *Trade and Development Report*. Geneva.

Valdés-Prieto, S. and M. Soto (1998). "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile," *Empirica* 25(2), pp. 133-164.

Weisbrot, M., D. Baker, E. Kraev, and J. Chen (2001). "The Scorecard on Globalization 1980-2000: Twenty Years of Diminished Progress," Briefing Paper Center for Economic and Policy Research.

Wyplosz, C. (2001). "How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?," Research program of the Group of 24 conference.

ภาษาไทย

ปกป้อง จันวิทย์ (2549). "โปรดอ่านแถลงการณ์ฉบับที่สองอีกครั้งหนึ่ง," ใน หนังสือพิมพ์ *ประชาชาติธุรกิจ* 13 พฤศจิกายน พ.ศ. 2549.

หนังสือชุด “เศรษฐกิจทางเลือก”

1. เศรษฐกิจทางเลือก: ว่าด้วยมาตรการกำกับ
และจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ
โดย ปกป้อง จันวิทย์

2. เศรษฐกิจทางเลือก: ว่าด้วยรัฐสวัสดิการ
โดย เอื้อมพร พิชัยสนธิ์

3. เศรษฐกิจทางเลือก: ว่าด้วยเศรษฐกิจความสุข
เศรษฐกิจอิสลาม และนโยบายประชานิยม
โดย สฤณี อาชวานันทกุล