

บทที่ 1

สมมุติฐานและกรอบความคิดทั่วไป

ความทั่วไป การที่ประเทศลงทุนมากกว่าความสามารถในการออมของประเทศ จนทำให้เกิดการก่อหนี้ในต่างประเทศในระดับที่สูง และหนี้ดังกล่าวไม่มีการป้องกันการความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน จัดได้ว่าเป็นปัญหาความไม่สมดุลในเชิงโครงสร้าง เป็นปัญหาทางพื้นฐานที่อาจทำให้ความเจริญเติบโตไม่สามารถยั่งยืนได้ การลงทุนมากเกินไปในระดับมหภาคอาจสะท้อนออกมาในระดับสาขาอุตสาหกรรม เช่น มีผู้ผลิตมากเกินไป หรือ มีผลผลิต กำลังการผลิต หรืออุปทานสูงกว่าอุปสงค์ ดังเช่นที่พบในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก่อนวิกฤต อย่างไรก็ตามปัญหาดังกล่าวมิได้หมายความว่าประเทศไม่มีขีดความสามารถในการแข่งขัน การลงทุนมากเกินไป หรือการมีกำลังการผลิตที่ล้นเหลือ จะทำให้ประเทศหรือผู้ผลิตอุตสาหกรรมนั้นๆ ต้องมีการปรับตัวเพื่อให้เกิดดุลยภาพ ความรุนแรงในการปรับตัวจะเป็นตัวกำหนดความเสียหาย ทั้งในระดับมหภาคและจุลภาค ในระดับจุลภาค เช่นธุรกิจขาดทุนหรือล้มละลาย จำนวนหนึ่งอาจต้องเลิกกิจการออกไปจากตลาด หรือถูกควบรวมกิจการเพื่อให้เกิดสมดุลในระดับอุตสาหกรรม อุปทานที่มากกว่าอุปสงค์แสดงออกมาในด้านการลดลงของราคา ของสินทรัพย์ ของมูลค่าของบริษัท ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้ ลูกหนี้ เมื่อลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ เจ้าหนี้ที่เป็นสถาบันการเงินมีปัญหาเรื่องรายได้และเงินกองทุนที่ลดลง ถ้าดูจากผลที่เกิดขึ้นทั้งหมดในระบบเศรษฐกิจไทย ความไม่สมดุลทั้งหลายส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงในราคาสินทรัพย์ที่ถูกลง เช่น ค่าของเงินบาท ราคาสินทรัพย์ทั้งประเภทอสังหาริมทรัพย์และสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ลดลงทางด้านราคา ช่วยให้เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวได้เร็วขึ้น จุดแข็งของเศรษฐกิจประเทศที่เกิดวิกฤตซึ่งมีพื้นฐานที่ดีมาตลอดหลายศตวรรษยังดำรงอยู่ ไม่ว่าจะเป็นความสามารถในการออม การสะสมทุน คุณภาพของแรงงาน ความสามารถในการเลียนแบบ ประยุกต์ ใช้ความรู้และเทคโนโลยีที่มีอยู่ในต่างประเทศ ปัจจัยดังกล่าวทำให้ทุกประเทศในเอเชียที่มีปัจจัยพื้นฐานดี สามารถฟื้นตัวตามความเหมาะสมของศักยภาพและลักษณะปัญหาของแต่ละประเทศ เพราะฉะนั้นจะเห็นได้ว่า ถ้าให้เวลาที่ยาวพอ เช่น ระหว่างปี 2542 - 2547 จะพบว่าประเทศไทย มาเลเซีย เกาหลี มีได้แตกต่างกันในขีดความสามารถในการเจริญเติบโตอย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด เมื่อเทียบกับแนวโน้มการเจริญเติบโตในอดีต แต่ประเทศที่มีปัญหาต้องใช้กรรมเก่า ซึ่งเป็นปัญหาโครงสร้างทั้งทางเศรษฐกิจ การเมือง และสังคม ก็จะฟื้นตัวได้ไม่ดีเท่ากับ 3 ประเทศแรกที่กำลังกล่าวมา เช่น อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์

ด้วยเหตุที่ประเทศที่เจอปัญหาวิกฤตเหล่านี้เผชิญกับหนี้สิน ภาคนต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น มโหฬาร แม้เศรษฐกิจจะมีการลงทุนที่สูงเกินไป และเศรษฐกิจเผชิญภาวะถดถอยหลังวิกฤต คณะผู้วิจัยมีสมมุติฐานในการศึกษาปัญหา การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย หลังปี 2540 นี้ว่า ปัญหาทางการเงินของบริษัทซึ่งต้องมีการปรับโครงสร้างหนี้เป็นหัวใจสำคัญ ความสำเร็จใน

การปรับโครงสร้างหนี้จำเป็นต้องลงมือด้วยความรวดเร็วในด้านอื่น ๆ อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ แต่คณะผู้วิจัยเชื่อว่าความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้จะเป็นพลังขับเคลื่อนและเป็นปัจจัยเกื้อหนุน คุณ

ภาพของสถาบันการเงิน เจ้าหนี้และภาคเศรษฐกิจจริง การศึกษาของเราพบว่า แม้อุณหภูมิวิธี การแก้ปัญหาของเกาหลี หรือ มาเลเซีย ที่เน้นการใช้ AMC ของรัฐ ถ่ายโอน NPL จากสถาบัน การเงินมาตั้งแต่เนิ่น ๆ ทำให้คิดว่าเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวเร็วกว่าของไทย เป็นเพราะวิธีการแก้ปัญหา NPL ที่ต่างกัน เพราะของไทยใช้วิธีการที่ให้อำนาจสถาบันการเงินแก้ปัญหาด้วยตนเองก่อนปี 2544 เราเชื่อว่าความแตกต่างของความเจริญเติบโต ถ้ามองช่วงระยะปานกลาง เช่น ไม่นับปี 2541 เพราะเป็นปีที่เศรษฐกิจติดลบรุนแรง เกือบทุกประเทศ แต่ถ้าพิจารณาโดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2542 - 2547 ประเทศเหล่านี้อาจใช้วิธีการแก้ปัญหา NPL ที่ต่างกัน แต่ผลลัพธ์ถ้าดูจากการฟื้นตัว ของเศรษฐกิจ เช่น อัตราความเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ เมื่อเทียบกับแนวโน้มในอดีต จะเห็น ได้ว่าไม่ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ปี 2542 และ 2543 ประเทศไทยก็ยังสามารรถได้ในระดับ 2 ใน 3 ของแนวโน้มของผลผลิตหรือจากศักยภาพการผลิต และเราต้องไม่ลืมว่า โดยเฉลี่ยแล้ว ในอดีต เกาหลี และ มาเลเซียมีอัตราความเจริญที่สูงกว่าไทย การฟื้นตัวช้าและไม่ดีของ อินโดนีเซีย และ ฟิลิปปินส์ สะท้อนปัญหาทางด้านโครงสร้างของประเทศ การศึกษาของเราชี้ให้เห็น ว่า การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยกับการปรับโครงสร้างหนี้ มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน แต่ ความคืบหน้าและความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้ มีผลต่อการฟื้นตัวในลักษณะที่มีความล่าช้า (Lag) เนื่องจากการแก้ปัญหา NPL ของสถาบันการเงินเป็นแบบค่อยเป็นค่อยไป ให้อำนาจสถาบันการเงินดำเนินการไปเอง ขนาดของการปรับโครงสร้างหนี้และ NPL ที่ลดลงเป็นไปแบบ ค่อยเป็นค่อยไป ช้ากว่าของเกาหลี และมาเลเซีย เพราะประเทศทั้งสองโอน NPL ไปที่ AMC ของรัฐ อย่างไรก็ตามแม้ปี 2240 และ 2541 จะเป็นปีที่ประเทศไทยไม่มีความคืบหน้าในด้านการปรับโครงสร้างหนี้หรือการลดลงของ NPL ในจำนวนที่สูงเมื่อเทียบกับปีถัดมา เป็นเรื่องที่พอเข้าใจได้สำหรับประเทศไทย ขณะที่เกาหลีมีประสบการณ์เกี่ยวกับการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลแบบ ของประเทศตะวันตกมาเป็นเวลานาน ประเทศไทยเพิ่งจะมีกฎหมายรองรับกระบวนการฟื้นฟู บริษัทก็เมื่อประเทศอยู่ในสภาวะเศรษฐกิจ และกว่าจะมีการจัดตั้งศาลล้มละลายกลางที่สามารถ อำนาจการฟื้นฟูกิจการของบริษัทที่อยู่ในสภาวะล้มละลายได้นั้น ก็ล่วงเวลาไปถึงเดือน มิถุนายน 2542 ความไม่มีประสบการณ์กับการแก้ปัญหาวิกฤตใหญ่ ๆ ทำให้ในปี 2540 - 2541 เป็นปีที่ ทั้งเจ้าหนี้ ลูกหนี้ และรัฐ ต้องใช้เวลาไปกับการสร้างกติกาที่ หรือ จะเรียกว่าสถาบัน (Institution) ที่แต่ละฝ่ายคิดว่าควรจะเป็นธรรม และมีประสิทธิภาพ แต่กติกานี้ร่างขึ้นเมื่อเกิด วิกฤตขึ้นมาแล้ว เป็นเรื่องธรรมดาที่แต่ละฝ่ายย่อมจะต้องมอง ความเป็นธรรม ความยุติธรรม จากมุมของตัวเอง เป็นที่แน่นอนว่าความไม่มีกฎเกณฑ์ การมองหากฎเกณฑ์ หรือสถาบันให้ เป็นที่ยอมรับ มีกระบวนการของเวลา และความล่าช้าเป็นต้นทุนในการแก้ปัญหา แต่เมื่อ พิจารณาผลรวม และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในเวลาต่อมา เราพบว่าวิธีการของไทยซึ่งอาจ จะเรียกว่าแบบไทย ๆ อาจจะต่างกับของเกาหลีและมาเลเซีย ก็ไม่ได้ล้มเหลวแต่อย่างใด การฟื้น ตัวของเศรษฐกิจเป็นเรื่องที่ต้องใช้เวลา เราไม่สามารถบอกได้ว่าถ้าเราใช้วิธีการแบบเกาหลีและ

มาเลเซีย เศรษฐกิจไทยจะโตได้ดีกว่า 4% เศษๆ ในปี 2542 - 2543 และคงทะยานขึ้นหลังจากนั้น เพราะถึงอย่างไร ความต่อเนื่องของการฟื้นฟูนั้มีอยู่ตลอด ต้องไม่ลืมว่าแม้เกาหลีจะฟื้นตัวเร็วและโตในอัตราที่สูงในปี 2542 - 2543 แต่ในปีถัดมาการเจริญเติบโตก็เริ่มมีปัญหา ปัจจัยเรื่องการแก้ปัญหา NPL ของสถาบันการเงินจึงไม่ได้พิสูจน์ว่าเป็นตัวชี้ขาด มีปัจจัยอื่นๆที่ต้องนำมาพิจารณาประกอบ ในกรณีของไทยการแบ่งช่วงวิกฤตจนถึงปี 2543 เป็นช่วงหนึ่ง โดยในช่วงนี้เน้นปี 2542 และ 2543 เพราะเศรษฐกิจ และสถาบันการเงินเริ่มมีเสถียรภาพ เราตัดปี 2540 - 2541 ออกถือว่าเป็นปีของวิกฤตและการล้มละลายยังไม่ฟื้นออกจากห้อง ICU ช่วงนี้เป็นช่วงสำคัญของการสร้างกติกา สร้างสถาบัน สร้างความเชื่อมั่น ให้แก่ผู้ลงทุน การประยุกต์ใช้กติกา เป็นช่วงของรัฐบาลผสม โดยมีนายชวน หลีกภัย ของพรรคประชาธิปัตย์เป็นแกนนำ อีกช่วงหนึ่งเป็นช่วงตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา ในการพิจารณาบางกรณี เช่น การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ เราจะตัดปี 2544 ออกไปเพราะเป็นปีที่เศรษฐกิจประเทศอุตสาหกรรมเกือบทั้งหมดถดถอยรุนแรงคือโตในอัตราที่ต่ำกว่าในอดีตมาก ปี 2545 - 2547 ของรัฐบาลทักษิณ 1 เป็นปีที่เศรษฐกิจโลกอยู่ในช่วงขาขึ้น การแบ่งสองช่วงนี้มีนัยสำคัญทางด้านความแตกต่างในกลไกการทำงานของระบบเศรษฐกิจที่มีปัญหาวิกฤต ขีดความสามารถในการฟื้นตัว และความแตกต่างในนโยบายการแก้ปัญหา NPL ในประเด็นหลังนี้ความแตกต่างที่สำคัญอยู่ที่ว่าในช่วงแรกการแก้ปัญหาสถาบันการเงิน โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ใช้วิธีการที่สถาบันการเงินแต่ละแห่งแก้ปัญหา NPL ของตนเองด้วยกลไกของตนเอง (ยกเว้น ประส.และ บบส. ที่มุ่งแก้ปัญหาของบริษัทเงินทุนเป็นหลัก) หรือเป็นการปรับโครงสร้างหนี้ระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ คือเป็นแบบ Decentralized Approach ในช่วงหลัง คือช่วงของรัฐบาลทักษิณ 1 NPL ของสถาบันการเงินของรัฐจะถูกโอนมาอยู่ที่ บริษัทบริหารสินทรัพย์ประเทศไทย หรือ บสท. ส่วนการโอน NPL ของสถาบันการเงินเอกชนให้ขึ้นอยู่กับความสมัครใจ

สมมุติฐานของการศึกษานี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานความเชื่อที่ว่า การลดลง NPL ซึ่งเกิดจากการปรับโครงสร้างหนี้และภาวะหรือการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งประการหลังนี้ขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆหลายปัจจัย ล้วนขึ้นอยู่กับซึ่งกันและกัน หรือเป็นปัจจัยทั้งสองทาง แต่เศรษฐกิจจะฟื้นไม่ได้ถ้าหนี้สินของธุรกิจซึ่งมีมากเกินไป จนบริษัทจำนวนมากอยู่ในสภาพล้มละลาย ไม่ได้รับการแก้ไข ในลักษณะที่เหมาะสมกับปัญหาของแต่ละธุรกิจ ข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นในการปรับโครงสร้างหนี้ของ 2 ช่วงเวลาของ 2 รัฐบาล ก็คือ เมื่อสิ้นปี 2543 ประมาณ 2 ใน 3 หรือประมาณ 2 ล้านล้านบาทของหนี้ที่เป็น NPL เป็นหนี้ที่มีการปรับโครงสร้างแล้วที่เหลือ 1 ใน 3 หรือประมาณ 1 ล้านล้านบาททั้งหมดในระบบยังต้องมีการดูแล ณ ต้นปี 2541 เมื่อรัฐบาลทักษิณเข้ามาบริหารทั้งหมดนี้ชี้ให้เห็นว่าในแง่หนึ่งพื้นฐานสำหรับการฟื้นตัวต่อมาที่ได้ทำไปแล้วก่อนหน้านี้เพราะความก้าวหน้าในการปรับโครงสร้างหนี้

ประเทศไทยกับเปิดเสรีบัญชีทุน: การลงทุนที่เกินตัว ประสิทธิภาพของบริษัท: มุมมองทางทฤษฎี

มีประเด็นหนึ่งที่เป็นโจทย์น่าสนใจ ทั้งในเชิงวิชาการ และเชิงประจักษ์ว่าเมื่อประเทศไทยเริ่มเปิดเสรีทางการเงินอย่างช้า ๆ มาตั้งแต่ปลายทศวรรษ 80 และเริ่มจริงจังมากขึ้นเมื่อเริ่มเข้าสู่ทศวรรษ ที่ 90 นั้นส่งผลอย่างไรต่อภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทย เราได้เห็นเศรษฐกิจเติบโตในอัตราที่สูงขึ้น มีการลงทุนที่มากขึ้น ดูเหมือนว่ามันสนับสนุนแนวความคิดที่ว่า เงินทุนที่เปิดเสรีมากขึ้นมันทำให้ผลตอบแทนของการการผลิตไหลจากแหล่งที่ต่ำกว่าไปสู่แหล่งที่สูงกว่า ทรัพยากรที่เคลื่อนย้ายได้เสรีช่วยลดต้นทุนของทุนสำหรับทุกบริษัท เปรียบเสมือนทุนที่ปราศจากความเสียดลลงสำหรับทุกประเทศ และการลงทุนเพิ่มขึ้น รวมทั้งผลผลิตในประเทศที่ขาดแคลนทุน นี่เป็นธรรมชาติของการเปิดเสรีทุนหรือการเงิน ซึ่งทำให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรของโลกที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น หรือเรียกว่าเป็นธรรมชาติด้าน ALLOCATIVE EFFICIENCY อีกทัศนะหนึ่งเชื่อว่าการเปิดเสรีทุนจากต่างประเทศและการมีเงินทุนไหลเข้ามาไม่ได้ส่งผลต่อภาคเศรษฐกิจที่แท้จริง ไม่มีผลต่อการลงทุนและผลผลิตและมีผลต่อความเจริญเติบโตน้อยเพราะเอาเข้าจริงทุนนอกไม่ได้ถูกใช้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและผลิตภาพ จึงไม่มีผลต่อภาคเศรษฐกิจจริงมีการลงทุนมากเป็นเพราะพฤติกรรมจิตวิทยาฝูงชนและอารมณ์สัตว์หรือ ANIMAL SPIRITS ของผู้ประกอบการ ถ้าใช้แนวความคิดเรื่อง ALLOCATIVE EFFICIENCY ทุนที่ไหลเข้ามาจะทำให้ต้นทุนของทุนลดลงและจะทำให้มูลค่าของสินทรัพย์หรือสินค้านั้นตามราคาตลาดเมื่อเทียบกับต้นทุนการสร้างสินทรัพย์ใหม่ (REPLACEMENT COST) สูงขึ้นหรือค่า TOBIN'S Q ในทางทฤษฎีสูงขึ้นราคาหุ้นในตลาดจะสูงขึ้น บริษัทที่มุ่งกำไรสูงสุดจะมีแรงจูงใจที่จะลงทุนมากขึ้นจนค่า TOBIN'S Q เข้าสู่ดุลยภาพซึ่งเกิดขึ้นเมื่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์หรือสินค้านั้นเท่ากับการสร้างสินค้านั้นใหม่ ถ้าแนวคิดเรื่อง ALLOCATIVE EFFICIENCY เป็นจริงเราจะสังเกตเห็นค่า TOBIN'S Q สูงขึ้นในความเป็นจริงและเราจะพบว่าเงินทุนจากนอกที่ไหลเข้าจะสัมพันธ์ไปกับราคาสินค้านั้น ราคาหุ้น ปริมาณสินค้านั้นที่เพิ่มขึ้นและตรงกันข้ามหรือข้อสังเกตข้างต้นไม่เป็นความจริงถ้าแนวคิดเรื่อง ANIMAL SPIRITS เป็นจริง (ดูเพิ่มเติม CHARI และ HENRY 2545)

ในการพิจารณา ณ เวลาใดเวลาหนึ่งโดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่มีลักษณะเป็นข้อมูลตัดขวาง (CROSS-SECTION) แนวคิดเรื่อง ALLOCATIVE EFFICIENCY ให้คำทำนายที่น่าสนใจสำหรับบริษัทด้วยกัน การเปิดตลาดทุนของประเทศทั่วโลกเมื่อมีการเปิดเสรีจะทำให้ราคาหุ้นของประเทศเปลี่ยนไปจนทำให้อัตราผลตอบแทนเมื่อปรับค่าความเสี่ยงแล้วเท่ากันในระดับโลก ราคาหุ้นควรที่จะขึ้นในสาขาการผลิตที่ความเสี่ยงทั้งระบบ (SYSTEMATIC RISK) ลดลงและราคาหุ้นควรลดลงในสาขาการผลิตที่ SYSTEMATIC RISK เพิ่มขึ้น ในสมมติฐานความคิดแบบ ALLOCATIVE EFFICIENCY

ผลของการเปิดเสรีทุนน่าจะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายทุนในประเทศระหว่างสาขาคือมีการลงทุนมากขึ้นโดยบริษัทในสาขาที่ความเสี่ยงทั้งระบบลดลงและมีการลงทุนน้อยลงในสาขาที่ความเสี่ยงทั้งระบบเพิ่มขึ้น กระบวนการประเมินราคาหุ้นของบริษัทก็จะมีลักษณะทวิลักษณ์ คือมีทั้งที่ถูกละเมินขึ้นและถูกละเมินลง ผลของการเปิดเสรีในการใช้ข้อมูลตลาดขวงจะเป็นผลเฉพาะแต่ละบริษัท ขึ้นอยู่กับว่าความเสี่ยงรวมของสาขาหรือบริษัทขึ้นหรือลง

จากข้อมูลของบริษัทประมาณ 369 บริษัทใน 5 ประเทศที่มีการเปิดเสรีทุนจากต่างประเทศตั้งแต่ปลายทศวรรษ 80 และประเทศเหล่านี้มีข้อมูลค่อนข้างดีคือ อินเดีย,เจอร์แดน, เกาหลี,มาเลเซียและประเทศไทย จำนวนบริษัททั้งหมดดังกล่าวคิดเป็นร้อยละ 40 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ Chari และ Henry พบว่ายกเว้นมาเลเซียซึ่งค่า Tobin's q ลดลงเล็กน้อยจาก 8.53 เท่ามาเป็น 6.1 ทุกประเทศที่เหลือมีค่าสูงขึ้น กรณีของไทยนั้นเพิ่มจาก 3.88 มาเป็น 7.6 การลงทุนที่สูงขึ้นยืนยันว่าเมื่อพิจารณาจากข้อมูลอนุกรมเวลา สมมติฐาน Allocative Efficiency เป็นจริงกว่ากรณีของ Animal Spirits ข้อสังเกตจากประเทศไทยก็ดูเชื่อถือได้ช่วงเศรษฐกิจขยายตัวจนดูเป็นฟองสบู่โดยเฉพาะในตลาดอสังหาริมทรัพย์และราคาหุ้น อย่างไรก็ตามแนวคิด ALLOCATIVE EFFICIENCY กับไม่เป็นจริงเหมือนกับตัวเลขจากอนุกรมเวลาในภาพรวมจากข้อมูลตลาดขวงของบริษัททั้งหมดขยายตัวและกลุ่มบริษัทกระจายธุรกิจหรือมี Diversification มากขึ้นแต่ทั้งระบบไม่เห็นการปรับโครงสร้างการลงทุนระหว่างบริษัทผ่านการไหลของทุนภายในประเทศระหว่างสาขาและบริษัท เงินทุนไหลเข้าเสรีอาจจะไม่ประกันว่าการไหลของทุนภายในประเทศระหว่างบริษัทระหว่างสาขา จะถูกกรองเลือกสรร เลือกเฟ้นจนการจัดสรรทุนระหว่างสาขาและระหว่างบริษัทมีประสิทธิภาพมากขึ้น นี่เป็นเรื่องที่ลึกซึ้งในมิติเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ควรจะต้องมีวิจัยกันต่อทั้งก่อนและหลังวิกฤตของประเทศไทย อย่างไรก็ตามกรณีของประเทศไทยดูเหมือนว่าเศรษฐกิจขึ้นในช่วงเปิดเสรีเงินทุนที่หาง่ายและราคาถูกจากนอกแหล่งทุนนอกแย่งกันปล่อยกู้ เจ้าของทุนนอกมองโลกในแง่ดีเกินจริงไปหมด ลูกหนี้มองการขยายตัวที่ต้องคว่ำไว้สำคัญกว่าประสิทธิภาพและความมั่นคงระยะยาวทำให้เชื่อได้ว่ากรณีของไทยก็สอดคล้องกับข้อสรุปทั่วไปที่ Chari และ Henry พบ จากการเปิดเสรีทุนนอกของไทย แม้กระทั่งหลังวิกฤตแล้วเศรษฐกิจฟื้นแล้วก็จริงบริษัทที่เนา ๆ และยังไม่มีประสิทธิภาพจริง สมควรที่จะออกจากอุตสาหกรรม เลิกกิจการและปิดบัญชีไป (Liquidation) ก็ยังมีอยู่มากกว่าที่ควรจะเป็นในระบบเศรษฐกิจไทย ทุนจึงยังมีโอกาสอีกมากที่จะใช้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นระหว่างบริษัทและระหว่างสาขาระหว่างภาครัฐกับเอกชน นี่เป็นหัวข้อวิจัยที่ท้าทายสำหรับอนาคต

สุดท้ายที่เป็นบทเรียนสำคัญสำหรับไม่ใช่เฉพาะประเทศไทยก็คือว่าแม้สมมติฐาน ALLOCATIVE EFFICIENCY ซึ่งเป็นจริงจากตัวเลขอนุกรมเวลา การลงทุนของประเทศต่าง ๆ เพิ่มขึ้นเศรษฐกิจโตประเทศที่ขาดแคลนทุนได้ทุนถูกลงมองผิวเผินในหลักการดูจะดีไปหมดแต่บท

เรียนที่ประเทศเกิดวิกฤตได้รับเพียงพอที่จะบอกเราว่า การลงทุนรวมที่เกินเลยโดยไม่คำนึงถึงหลักทางการเงินที่เหมาะสม โดยเฉพาะด้านความเสี่ยงโดยเฉพาะถ้าเกิดล้มละลายในระดับบริษัทจำนวนมากนั้นส่งผลร้ายฉกาจฉกรรจ์ดังที่ประเทศเราได้เผชิญมาแล้ว

ฟองสบู่ของไทยทำลายความสามารถในการแข่งขันส่งออกจนเป็นเหตุให้เกิดวิกฤตใช้หรือไม่

อาการเจ็บป่วยหรือสัญญาณวิกฤตของประเทศไทยนั้นเกิดขึ้นก่อนกลางปี 2540 นั้น เป็นเรื่องที่แน่นอน วิกฤตค่าเงินของประเทศไทยเมื่อเดือนมิถุนายน 2540 นั้น เป็นเพียงวิกฤตในเชิงสัญลักษณ์หรือสัญญาณที่เป็นทางการ ฟองสบู่ที่ก่อตัวนั้นค่อยๆเริ่มแตก สะท้อนออกมาจากการลดลงของราคาดัชนี ราคาอสังหาริมทรัพย์ การผลิตที่เริ่มชะลอตัว ลูกหนี้ที่เริ่มไม่สามารถชำระหนี้ ยักยอกถ่ายเท สินทรัพย์ กำไร และผลตอบแทนที่เริ่มลดลง สัญญาณทั้งหลายเหล่านี้เหมือนจะบอกว่า เศรษฐกิจเข้าช่วงขาลง หรือได้มาถึงขีดสูงสุด ปรากฏการณ์เช่นนี้ไม่ได้เกิดเฉพาะประเทศไทย แต่เกิดขึ้นกับประเทศในภูมิภาคนี้ด้วย มีลักษณะจุดร่วมที่คล้ายกัน ANNE KRUGER นักเศรษฐศาสตร์ที่มีชื่อเสียงและรองประธานของธนาคารโลกในขณะนั้นเอเชียเผชิญวิกฤต ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในเศรษฐกิจประเทศเกาหลีมานาน ให้ข้อสังเกตว่าอย่างน้อย 1 ปี ก่อนวิกฤตในปลายปี 2540 30 บริษัทใหญ่ๆของเกาหลี หรือกลุ่ม CHAEBOL นั้นขยายตัวมากโดยสิ้นเชิงราคาถูกจากธนาคารของรัฐ จนธุรกิจไม่มีกำไร หนี้สินต่อทุนสูงมหาศาล วิกฤตหรือความตายที่จะมาเยือนนั้นดูเหมือนว่าจะคาดการณ์ได้ วิกฤตค่าเงินในภูมิภาคเป็นเพียงผลบั่นปลายก่อนประเทศไทยเจอวิกฤตค่าเงินในกลางปี 2540 ก็มีหลักฐานและสัญญาณอยู่พอสมควรว่า เพราะธุรกิจขยายตัวมาก ผลตอบแทน เช่น อัตรากำไรต่อตัวแปรต่าง ๆ ในหลายสาขาเริ่มอยู่ในระดับต่ำหรือมีอัตราการเพิ่มที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยแนวโน้มอดีต

กรณีของไทย ปี 2542 มีสัญญาณหนึ่งที่สร้างความฉงนและแปลกใจ รวมทั้งความตกใจไปด้วยในขณะเดียวกันก็คือตัวเลขการเติบโตของการส่งออก ซึ่งในช่วงหลายปีที่ผ่านมาประเทศไทยทำได้ดีมากดูจากอัตราการเจริญเติบโตเมื่อเทียบกับประเทศอื่น คือมูลค่าได้ไต่ในอัตรา 2 หลัก จู่ๆตลอดทั้งปีก็สร้างความตกใจให้กับผู้คนตั้งแต่ครั้งปีแรก มูลค่าการส่งออกถดถอยเกือบจะไม่โตเอาเลย มาทราบภายหลังว่ามีลักษณะเป็นวัฏจักร ของอุตสาหกรรมการส่งออกบางอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอิเล็กทรอนิกส์ ปริมาณในช่วงแรกๆในช่วงเกิดวิกฤตนั้นก็คือ ประเทศไทยมีปัญหาเรื่องขีดความสามารถในการแข่งขัน ระดับประเทศ และระดับอุตสาหกรรม จนอาจเป็นสาเหตุหนึ่งของภาวะวิกฤต ส่วนหนึ่งเป็นเพราะการลงทุนที่ไม่ก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของกฤตภาพ หรือ PRODUCTIVITY และพัฒนาขีดความสามารถทางเทคโนโลยี

Sanjaya Lall ศึกษาให้ธนาคารโลกในงานวิจัยซึ่งตีพิมพ์เมื่อเดือน พฤษภาคม 2541 โดยพิจารณาขีดความสามารถในการแข่งขันการเติบโตของการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมของประเทศไทย ในช่วงทศวรรษ 80 เป็นต้นมา รวมทั้งบทบาทการลงทุนจากต่างประเทศ และการเปลี่ยนแปลงในส่วนแบ่งของการส่งออกของประเทศไทยในตลาดโลก ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของค่าจ้างในภาคอุตสาหกรรมของไทย เขาให้ข้อสังเกตว่าการลดลงของการส่งออกในปี 2542 ที่เกือบไม่ได้อะไรเลยนั้น ไม่สามารถบอกได้ว่ามีสาเหตุมาจาก ปัญหาความสามารถในการแข่งขันที่เป็นปัญหาทางโครงสร้าง เพราะข้อมูลในเชิงโครงสร้างไม่สามารถยืนยันได้ ปัญหาการส่งออกในปีนั้นที่ต่ำมาก เป็นปัญหาวงจรการค้าของโลก ปัญหาการส่งออกที่ลดลงอย่างรวดเร็ว เกี่ยวเนื่องกับปัจจัยชั่วคราว เพราะเกิดขึ้นแบบรวดเร็ว โดยปกติแนวโน้มในทางโครงสร้างถ้ามีการเปลี่ยนแปลง จะไม่แสดงออกมารวดเร็วแบบนั้น การที่ประเทศไทยฟื้นตัวช้าในช่วงแรกๆ ไม่ได้เท่าเกาหลี อาจจะบอกหรือไม่บอกอะไรเกี่ยวกับปัญหาโครงสร้างประเทศไทยก็ได้ แต่เราต้องไม่ลืมที่จะพิจารณาปัญหา และวิธีแก้ปัญหาด้านการเงินของไทย รวมทั้งภาวะเศรษฐกิจโลก และภูมิภาคซึ่งต้องพึ่งพาซึ่งกันและกัน นอกจากนี้ญี่ปุ่นซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าสำคัญก็ยังอ่อนแอ นอกจากนี้การส่งออกของสินค้าที่ใช้เทคโนโลยีสูงของไทย ทำได้ดีกว่าที่ใช้แรงงานมาก การเพิ่มขึ้นของค่าจ้างในอุตสาหกรรมเสื้อผ้าก็ดี หรือ ค่าจ้างทั่วไปที่เพิ่มขึ้นในช่วงฟองสบู่ ก็ไม่ได้เพิ่มขึ้นมากกว่าประเทศคู่แข่งแต่อย่างใด (ยกเว้นจีน ซึ่งค่าแรงต่ำมากและเพิ่มขึ้นเล็กน้อย) เห็นได้จากการเปลี่ยนแปลงในค่าจ้างสำหรับภาคอุตสาหกรรมในช่วงปี ค.ศ. 1990 - 1994 ของไทยเพิ่มขึ้น 8.7 % , อินโดนีเซีย +0.4 % , เกาหลี 11.2 % , ไต้หวัน 10.2 % , ฮองกง 13.4 % , สิงคโปร์ 13.2 % ไม่นับถึงการที่ระดับค่าจ้างของไทยต่ำกว่าประเทศในกลุ่ม NICS มาก แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นก็ไม่ได้หมายความว่า สินค้าบางอย่างของไทยจะไม่เผชิญการแข่งขันจากประเทศที่มีค่าจ้างที่ต่ำกว่ามากในอนาคต ขณะเดียวกันก็ไม่ได้ปฏิเสธว่าประเทศไทยไม่มีปัญหาในเรื่องอื่น ๆ ช่วงที่เศรษฐกิจไทยโตเร็ว มากมาจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้นอย่างมากเห็นได้ชัดเจนว่าปัจจัยที่มีผลต่ออัตราความเจริญเติบโตของไทยที่ไม่ได้มาจากทุนและแรงงาน เช่น ความรู้และเทคโนโลยี การจัดการ ที่นักเศรษฐศาสตร์เรียกว่า TOTAL FACTOR PRODUCTIVITY ของไทย ซึ่งเคยมีค่าเป็นบวกมีอัตราการเปลี่ยนแปลงที่ติดลบในช่วง ค.ศ. 1991 -1995 โดยติดลบถึงร้อยละ 3.07 ต่อปี (ดูเพิ่มเติมจลองภพและปราณี 2541) และไทยมีคุณภาพต่ำกว่ากลุ่มประเทศ NICS ด้านการระดับการศึกษาของแรงงาน สัดส่วนนักวิทยาศาสตร์และวิศวกร มีความจำเป็นที่ไทยจะต้องปรับปรุงคุณภาพแรงงาน ด้วยการศึกษาระบบฝึกฝนที่เข้มข้นและสูงกว่านี้ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการเรียนรู้และพัฒนาเทคโนโลยีในระยะยาว เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม NICS โดยเฉพาะ แต่สรุปได้ว่า เราไม่สามารถบอกได้ว่า การลดลงของการส่งออกในปี 2539 นั้น เป็นเพราะขีดความสามารถในการส่งออกมีปัญหาในเชิงโครงสร้างเพราะไม่มีปัญหาที่จะชี้ได้เช่นนั้น