# บทที่ 2

# ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

## แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวกับการโจมตีค่าเงิน

ในการศึกษาเกี่ยวกับการโจมตีค่าเงิน (Speculative Attacks) หรือการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงิน (Currency Crises) ได้พิจารณาถึงปัจจัยที่นำมาซึ่งการโจมตีค่าเงินจนกระทั่งส่งผลให้เกิดวิกฤตการณ์ในค่าเงิน ทำให้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่พังทลายลง โดยได้ทำการศึกษาแบบจำลองที่ใช้อธิบายการโจมตีค่าเงินซึ่งก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ในค่าเงินสามารถแบ่งได้เป็น 3 แนวทางคือ Fundamental Speculative Attacks , Self-fulfilling Speculative Attacks และ Contagious Speculative Attacks

### 2.1 Fundamental Speculative Attacks

แนวทางที่สมมติว่าการที่รัฐบาลกำหนดนโยบายมหภาคไม่สอดคล้องกับอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในระยะยาว และการขยายตัวของปริมาณเงินที่มากเกินไปจะนำไปสู่การลดลงในเงินสำรองระหว่างประเทศและส่งผลให้เกิดการโจมตีค่าเงิน (speculative attacks) โดยนักเก็งกำไร ส่งผลให้รัฐบาลเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่เป็นอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ในที่สุดจะลดค่าเงินลง (devaluation) ซึ่งได้มีผู้ที่ทำการศึกษาตามแนวทางดังกล่าวได้แก่ Krugman (1979) Flood และ Garber (1984) Obstfeld (1984) Blanco และ Garber (1986) Vanitchareanthum (1988) Cumperayot (1996) Cumby และ van Wijnbergen (1989) และ Flood และ Marion (1996)

ผู้ที่เริ่มแนวคิดในการอธิบายวิกฤตการณ์ค่าเงินได้แก่ Krugman (1979) ได้พิจารณาถึงปัญหาในดุลการชำระเงิน ซึ่งเกิดจากการสูญเสียเงินสำรองระหว่างประเทศ ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ในดุลการชำระเงิน (balance of payment crises) โดยกำหนดโครงสร้างพื้นฐานทางด้านเศรษฐศาสตร์มหภาคของอัตราแลกเปลี่ยนและดุลการชำระเงินอย่างชัดเจน มีข้อสมมติดังนี้คือให้

ความต้องการถือเงินตราของประเทศขึ้นกับอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวปรับตลาดเงินในประเทศตลอดเวลา แบบจำลองนี้ใช้กับประเทศเล็กซึ่งมีสินค้าเพียงชนิดเดียว โดยราคาสินค้านั้นถูกกำหนดจากราคาสินค้าในตลาดโลก และระดับราคาสินค้าและอัตราค่าจ้างสามารถปรับตัวได้อย่างสมบูรณ์ (fully flexible) เพื่อทำให้แน่ใจว่าผลผลิตอยู่ ณ ระดับการจ้างงานเต็มที่ นอกจากนี้ยังสมมติให้มีตลาดสินทรัพย์ซึ่งประกอบด้วยเงินตราของประเทศและเงินตราต่างประเทศ โดยที่ชาวต่างประเทศจะไม่ถือเงินตราของประเทศ แบบจำลองนี้ได้นำไปวิเคราะห์กรณีเปรียบเทียบระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวและระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่

นอกจากนี้ Krugman ยังพบว่าวิกฤตการณ์ในดุลการชำระเงินสามารถเกิดขึ้นก่อนที่เงินสำรองระหว่างประเทศจะหมดไป เนื่องจากการเก็งกำไรในค่าเงินอยู่ในลักษณะของการซื้อและการขายเงินตราภายในประเทศสำหรับสินทรัพย์ของต่างประเทศ เพื่อจัดสมดุลในอัตราผลตอบแทนของนักเก็งกำไร รวมทั้งการแลกเปลี่ยนระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน อันส่งผลกระตุ้นให้เกิดวิกฤตการณ์ เมื่อความต้องการถือเงินตราต่างประเทศมีมากขึ้น จะทำให้ธนาคารกลางต้องใช้เงินสำรองระหว่างประเทศรองรับปริมาณการขายเงินตราของประเทศ ถ้ามีเงินสำรองระหว่างประเทศอย่างเพียงพอ ธนาคารกลางจะสามารถรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไว้ได้ แต่เมื่อเงินทุนสำรองสูญเสียไปในการถูกโจมตีค่าเงินมาก ธนาคารกลางไม่มีทางเลือกนอกจากทิ้งระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่

หลังจากนั้น Flood และ Garber (1984) ศึกษาสมการเชิงเส้นของการล้มเลิกของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ 2 แบบทั้งกรณีที่มีและไม่มีพฤติกรรมการโจมตี โดยแบบจำลองแรกนั้นมีข้อสมมติว่าบุคคลมีลักษณะ perfect foresight มีสินค้าเพียงชนิดเดียวซึ่งผลิตจากผู้ผลิตในและนอกประเทศ และมีตลาดสินทรัพย์ซึ่งประกอบด้วย เงินตราของประเทศและต่างประเทศ (คนในประเทศจะไม่ถือเงินตราต่างประเทศเพราะไม่ได้ผลตอบแทน) และพันธบัตรในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งกำหนดให้สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ และธนาคารกลางจะถือเงินตราต่างประเทศเพื่อใช้ตรึงอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ ดังนั้นสามารถคำนวณเวลาที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนพังทลาย โดยขึ้นอยู่กับโครงสร้างพื้นฐานของตลาดทั้งหมดหรือพฤติกรรมของนักเก็งกำไรเพียงบางส่วน นอกจากนี้การสมมติให้บุคคลมี perfect foresight นั้นส่งผลให้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่สามารถพังทลายโดยไม่ก่อให้เกิด a forward discount ในค่าเงิน

ในขณะที่แบบจำลองที่สองของ Flood และ Garber นั้นรวมความไม่แน่นอน (uncertainty) ในอัตราการขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศด้วย โดยกำหนดให้สินเชื่อขึ้นกับตัวแปรสุ่มในแต่ละช่วงเวลา มีบทบาทสำคัญต่ออัตราเร็วในการลดลงของเงินสำรองระหว่างประเทศ ในขณะที่ Krugman (1979) ได้กล่าวถึงความไม่แน่นอนในจำนวนเงินสำรองระหว่างประเทศที่มีศักยภาพเพียงพอจะใช้เพื่อปกป้องในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ซึ่งได้เน้นถึงความเป็นไปได้ของทางเลือกของช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์ทางค่าเงินและการกลับมาสร้างความมั่นใจ โดยปกติแล้วพฤติกรรมในการเก็งกำไรค่อนข้างอ่อนไหวกับการกำหนดระดับเงินสำรองระหว่างประเทศ นอกจากนี้ Flood และ Garber กำหนดให้มีลักษณะของเวลาที่ไม่ต่อเนื่อง (discrete time) และเวลาในการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นตัวแปรสุ่ม (random) ที่ไม่สามารถกำหนดได้อย่างชัดเจน ดังนั้นจะไม่สามารถทราบถึงเวลาที่แน่นอนที่เกิดการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยน เนื่องจากการใช้ข้อสมมติ imperfect foresight โดยบุคคลทุกคนจะไม่สามารถทราบถึงข้อมูลข่าวสารได้อย่างสมบูรณ์ในนโยบายของรัฐบาล ทำให้ไม่สามารถทราบถึงระดับเงินสำรองระหว่างประเทศซึ่งสามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ รวมทั้งความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายของรัฐบาลทั้งในปัจจุบันและอนาคต ในแบบจำลองนี้ศึกษาถึงระดับอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward exchange rate) ของค่าเงินซึ่งอาจส่งผลให้เกิดการพังทลายของระบบอัตราแลกเปลี่ยน โดยโครงสร้างพื้นฐานทางตลาดมีอิทธิพลให้เกิดการพังทลายของระบบอัตราแลกเปลี่ยน รวมทั้งแสดงถึงพฤติกรรมของบุคคลก่อให้เกิด forward discount ในค่าเงินที่อ่อนตัวลงขณะที่ยังเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่อยู่ โดยการหา shadow floating rate เป็นอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวซึ่งเกิดขึ้นถ้านักเก็งกำไรซื้อเงินสำรองระหว่างประเทศทั้งหมด แสดงเงื่อนไขในการโจมตีค่าเงินว่าอัตราแลกเปลี่ยน shadow rate ต้องมากกว่า fixed exchange rate จึงจะก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินบาทและส่งผลให้เกิดการพังทลายของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ความน่าจะเป็นในการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยนในช่วงเวลาหน้าคำนวณจากการประมาณค่าความน่าจะเป็นที่เกิดการปล่อยสินเชื่อในช่วงเวลานั้นมากพอที่จะก่อให้เกิดการลดค่าเงิน

ในขณะที่ Obstfeld (1984) ได้สร้างแบบจำลองเพื่อหาเวลาชั่วคราวที่เกิดการเปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่เป็นอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว ณ อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ใหม่ และศึกษาถึงผลกระทบของการคาดคะเนในการลดค่าเงินต่อเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์ในดุลการชำระเงิน โดยใช้แบบจำลองของ Flood และ Garber (1984) ซึ่งมีข้อสมมติให้บุคคลมีลักษณะ perfect foresight และมีสินค้าเพียงชนิดเดียวซึ่งผลิตโดยผู้ผลิตในและต่างประเทศ รวมทั้งมีสินทรัพย์ 2

ประเภทคือเงินตราของประเทศ ซึ่งชาวต่างประเทศไม่ถือ และพันธบัตรต่างประเทศที่อยู่ในรูปเงินตราต่างประเทศซึ่งสามารถเคลื่อนย้ายได้ ในแบบจำลองพบว่าเวลาที่เกิดวิกฤตการณ์กำหนดจากทั้งระดับการลดค่าเงินที่ถูกคาดคะเน และช่วงเวลาของการเปลี่ยนแปลงไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวก่อนการเปลี่ยนเป็นระบบอัตราแลกเปลี่ยนใหม่

ผลที่ได้คือถ้าระดับการลดค่าเงินที่ถูกคาดคะเนยิ่งสูง เวลาที่จะเกิดการโจมตีค่าเงินจะยิ่งเกิดเร็วขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าถ้าช่วงเวลาในการเปลี่ยนไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวนั้นยาว อัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวจะมีลักษณะ overshoot ไปยังระบบอัตราแลกเปลี่ยนใหม่ก่อนที่จะเพิ่มค่ากลับเข้าสู่ดุลยภาพ แต่ถ้าช่วงเวลาในการเปลี่ยนไปสู่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวสั้นขึ้น อัตราแลกเปลี่ยนจะลดค่าลงเข้าสู่อัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในอัตราใหม่

โดยสรุป Krugman (1979) , Flood และ Garber (1984) และ Obstfeld (1984) ได้พิจารณาว่าการโจมตีค่าเงินเกิดจากการปล่อยให้เกิดการขยายตัวของสินเชื่อภายในประเทศมากเกินไป และกล่าวว่าภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้น ความไม่สมดุลระหว่างพื้นฐานทางเศรษฐกิจภายในประเทศและข้อผูกมัดทางอัตราแลกเปลี่ยนจะนำไปสู่การพังทลายของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ โดยการขยายตัวของปริมาณเงินภายในประเทศเกิดจากการเพิ่มขึ้นของการปล่อยสินเชื่อภายในประเทศในสัดส่วนที่มากกว่าอัตราการขยายตัวของอุปสงค์ต่อเงิน นำไปสู่การสูญเสียเงินสำรองระหว่างประเทศ ให้ลดลงสู่ขั้นต่ำซึ่งเป็นจุดที่ทำให้เกิดการโจมตีค่าเงินขึ้น จนกระทั่งทำให้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่นั้นพังทลาย

หลังจากได้ทำการศึกษาในเชิงทฤษฎี (theorical study) ของแบบจำลองในการโจมตีค่าเงิน ต่อมาจึงได้ทำการศึกษาถึงแบบจำลองในเชิงประจักษ์ (empirical study) โดยการศึกษาของ Blanco และ Garber (1986) ได้ใช้วิธีการเชิงประจักษ์ (empirical method) เพื่อพยากรณ์เวลาและระดับของการลดค่าเงินอันเนื่องมาจากการโจมตีค่าเงินบนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ โดยทดสอบกับประเทศ Mexico ใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ปี ค.ศ. 1973 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี ค.ศ. 1981 วิธีการคือประมาณการ time-series ของความน่าจะเป็นของการลดค่าเงินในช่วงเวลาหน้า หาค่าคาดคะเนของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ใหม่และช่วงของความมั่นใจของอัตราแลกเปลี่ยนที่พยากรณ์ โดยในแบบจำลองได้เพิ่มตลาดแลกเปลี่ยนเงินตรา (exchange market) ในตลาดเงินภายในประเทศและเพิ่ม Uncovered interest rate parity และความสัมพันธ์ระหว่าง

ระดับราคาสินค้าของ Mexico และระดับราคาสินค้าของ US. โดยมีข้อสมมติในแบบจำลองคือ นโยบายการคลังของรัฐบาลและการขาดดุลการคลังเป็นเป้าหมายหลัก ในขณะที่การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่นั้นเป็นเป้าหมายรอง แสดงให้เห็นว่านโยบายการปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลางเป็นตัวแปรภายนอกในตลาดเงินตราต่างประเทศ ในช่วงที่มีการลดค่าเงินในไตรมาสที่ 3 ปี ค.ศ. 1976 ไตรมาสที่ 1 และ 2 ในปี ค.ศ. 1982 พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวมีค่ามากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนคงที่เป็นไปตามช่วงเวลาที่เกิดการลดค่าเงินขึ้นจริง และยังพบว่าความน่าจะเป็นในการลดค่าเงินในไตรมาสถัดไปซึ่งมีระดับสูงกว่าร้อยละ 20 ในปลายปี ค.ศ. 1976 และ 1981 ในขณะที่ต่ำกว่าร้อยละ 5 ในต้นปี ค.ศ. 1974 และปลายปี ค.ศ. 1977 ถึงจุดสูงสุดในช่วงเวลาที่มีการลดค่าเงินและถึงจุดต่ำสุดในช่วงเวลาหลังจากการลดค่าเงินซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี แสดงให้เห็นว่าผลการศึกษาเชิงประจักษ์สนับสนุนว่าการลดค่าเงินถูกพยากรณ์โดยแบบจำลองและความน่าจะเป็นของการลดค่าเงินมีค่าความสัมพันธ์กับการลดค่าเงินที่เกิดขึ้นจริงค่อนข้างสูง

Vanitchareanthum (1988) และ Cumperayot (1996) ได้พัฒนาแบบจำลองเชิงประจักษ์ของ Blanco และ Garber (1986) เพื่อพยากรณ์เวลาและขนาดของการลดค่าเงินอันเนื่องมาจากการโจมตีค่าเงินบนระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ของประเทศไทย โดยที่ Vanitchareanthum ประมาณการจากข้อมูลรายเดือนตั้งแต่มกราคม ปี ค.ศ. 1980 ถึงธันวาคม ปีค.ศ. 1984 พบว่าค่าเงินบาท overvaluation แสดงได้จากส่วนเพิ่มของอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวที่คำนวณได้มากกว่าอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในช่วงที่เกิดการลดค่าเงินขึ้นจริงในเดือนกรกฎาคม ปี ค.ศ.1981 นอกจากนี้ยังพบว่าเมื่อกำหนดแบบจำลองอัตราแลกเปลี่ยนด้วยการคาดการณ์อย่างมีเหตุผล (Rational expectation) โดยมีข้อสมมติเช่นเดียวกับ Blanco และ Garber ข้างต้น ผลที่ได้พบว่าการพยากรณ์ของแบบจำลองถูกต้องตามการลดค่าเงินที่เกิดขึ้นจริงในเดือนกรกฎาคม ปี ค.ศ.1981 โดยค่าความน่าจะเป็นเพิ่มขึ้นอย่างมากถึงร้อยละ 53 ในเดือนมิถุนายน ปี ค.ศ.1981 อย่างไรก็ตาม แบบจำลองไม่สามารถคาดคะเนการลดค่าเงินที่เกิดขึ้นในช่วงเดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ.1981 และพฤศจิกายน ปี ค.ศ.1984 แต่กลับพยากรณ์ช่วงเวลาที่ควรจะเกิดวิกฤตการณ์อยู่ในช่วงเมษายน ปี ค.ศ.1982 และมกราคม ปี ค.ศ.1984 เนื่องจากการลดค่าเงินในเดือนพฤศจิกายน 1984 ถูกพิจารณาว่าเป็น unanticipated policy

ในขณะที่ Cumperayot ใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ปี ค.ศ. 1977 ถึง 1995 พบว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่พยากรณ์ได้มีค่าใกล้เคียงกับอัตราแลกเปลี่ยนใหม่ที่ธนาคารกลางประกาศลดค่าเงิน

โดยอัตราแลกเปลี่ยนมีค่า 21.71 22.9 และ 27.0007 ในเดือนพฤษภาคม กรกฎาคม ปี ค.ศ.1981 และพฤศจิกายน ปี ค.ศ.1984 ตามลำดับ ในขณะที่ค่าความน่าจะเป็นที่จะเกิดการลดค่าเงินในช่วงเวลาดังกล่าวไม่ใช่จุดสูงที่สุด แต่เป็น local peak ระหว่างปี ค.ศ. 1980 - 1984 โดยมีค่าความน่าจะเป็นในการลดค่าเงินเท่ากับร้อยละ 38.89 40.29 และ 71.26 ในเดือนพฤษภาคม กรกฎาคม ปี ค.ศ.1981 และพฤศจิกายน ปี ค.ศ.1984 ตามลำดับ

ในกรณีของ Blanco และ Garber นั้นแบบจำลองสามารถอธิบายเวลาและระดับการลดค่าเงินของกรณีประเทศ Mexico ได้ดี ในขณะที่ Vanitchareanthum และ Cumperayot ได้ผลในการพยากรณ์โดยส่วนใหญ่ถูกต้องตามความเป็นจริงเมื่อใช้กับประเทศไทย และผลที่ได้จากการศึกษาของ Vanitchareanthum และ Cumperayot มีความแตกต่างกัน เนื่องจากข้อแตกต่างระหว่างข้อสมมติในเงินสำรองระหว่างประเทศ และแหล่งข้อมูลที่ใช้แตกต่างกัน โดยที่ Vanitchareanthum ใช้ข้อมูลรายเดือนและนำมาจาก monetary survey table ในขณะที่ Cumperayot ใช้ข้อมูลรายไตรมาสซึ่งนำมาจาก financial survey table ของธนาคารแห่งประเทศไทย

Cumby และ van Wijnbergen (1989) ศึกษาความเชื่อถือของนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ประกาศโดยใช้การคาดคะเนอย่างมีเหตุผล โดยมองว่าบุคคลไม่มีความแน่ใจในความคงอยู่ในระบบอัตราแลกเปลี่ยนและเรียนรู้โดยการสังเกตพฤติกรรมของธนาคารกลาง และความสมดุลระหว่างนโยบายการคลังและนโยบายการปล่อยสินเชื่อและอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ดังนั้นบุคคลจะต้องทำการตัดสินใจเลือกการลงทุน โดยขึ้นกับการประเมินของค่าความน่าจะเป็นที่ระบบอัตราแลกเปลี่ยนจะพังทลาย นอกจากนี้งานวิจัยนี้ยังได้ขยายการวิเคราะห์ของ Flood และ Garber (1984) คือมีความไม่แน่นอนในระดับเงินสำรองระหว่างประเทศที่จะก่อให้เกิดการพังทลายของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และนำแบบจำลองไปใช้กับประเทศ Agentina ซึ่งมีระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ระหว่างพฤศจิกายน ปี ค.ศ.1979 ถึงมกราคม ปี ค.ศ. 1981 เพื่อคำนวณความน่าจะเป็นในการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เป็นอยู่ของช่วงเวลาถัดไป ซึ่งเน้นการขยายตัวของสินเชื่อ โดยใช้วิธีการ numerical methods พบว่าค่าที่ประมาณการได้มีเหตุมีผลทั้งในขนาดของความน่าจะเป็นที่จะเกิดการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยน และในพฤติกรรมตลอดช่วงเวลา นอกจากนี้ยังพบว่าค่าความน่าจะเป็นที่จะเกิดการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ประมาณค่าได้ยังมีความสัมพันธ์กับอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ พบว่าในไตรมาสที่ 2 ปี ค.ศ. 1980 การขยายตัว

ของสินเชื่อภายในประเทศเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ลดระดับความเชื่อมั่นอย่างมากในระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ โดยมีค่าความน่าจะเป็นในการล้มของระบบสูงขึ้นร้อยละ 77 แสดงให้เห็นว่าการที่นโยบายการปล่อยสินเชื่อและนโยบายการคลังไม่สมดุลกับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ส่งผลให้ความเชื่อมั่นในนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ประกาศน้อยลง

## 2.2 Self-fulfilling Speculative Attacks

แนวทางซึ่งสมมติว่าวิกฤตการณ์ค่าเงินนั้นสามารถเกิดขึ้นได้ถึงแม้ว่านโยบายทางมหภาคจะมีความสอดคล้องกับนโยบายในระบบอัตราแลกเปลี่ยน และการโจมตีเกิดจากตัวมันเอง (self-fulfilling speculative attacks) จะผลักดันให้ระบบเศรษฐกิจไปสู่การปรับนโยบายการปล่อยสินเชื่อภายในประเทศแบบขยายตัวมากขึ้นภายหลังการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่แล้ว ส่งผลให้มีความเป็นไปได้ที่นักเก็งกำไรโจมตีค่าเงินสูงขึ้นซึ่งทำให้เงินสำรองระหว่างประเทศหมดลงและเป็นเหตุให้เกิดการลดค่าเงินลง นักเศรษฐศาสตร์บางคนเชื่อว่าวิกฤตการณ์ค่าเงินอธิบายจากเหตุการณ์ที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ (unpredictable event) แต่ไม่ได้ถูกอธิบายจากความเคลื่อนไหวของโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจในอดีตหรือในปัจจุบัน

ใน Self-fulfilling Speculative Attacks มีคุณสมบัติที่สำคัญคือ self-fulfilling expectations เช่น ถ้านักเก็งกำไรคาดคะเนทันทีว่าค่าเงินจะลดค่าลง ทำให้ธนาคารกลางต้องเพิ่มการป้องกันระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การป้องกันนี้จะผลักดันให้ต้นทุนในการตรึงระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่มากกว่าผลได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าประเทศอยู่ ณ จุดต่ำสุดของวัฏจักรเศรษฐกิจและเผชิญหน้ากับความกดดันทางการเมือง รวมทั้งภาคธนาคารที่อ่อนแอและข้อจำกัดอื่น ๆ เพราะการเปลี่ยนแปลงในการคาดคะเนของภาคเอกชน ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในการคำนวณต้นทุน-ผลได้ และจะนำไปสู่การที่ธนาคารกลางล้มเลิกระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในที่สุดเกิดวิกฤตการณ์ในเวลานั้น แม้แต่ในธนาคารกลางซึ่งมีวินัยในนโยบายรักษาเสถียรภาพยังอาจจะเกิดการถูกโจมตีค่าเงินได้

ใน Self-fulfilling Speculative Attacks ได้เพิ่มประเด็นสำคัญในแบบจำลองแรกมาพิจารณา คือ ปัจจัยทางการเมือง วัฏจักรเศรษฐกิจ และภาคธนาคาร อาจเป็นไปได้ที่จะทำให้ธนาคารกลางเพิ่มการปกป้องระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ และการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในความ

คิดในการเก็งกำไรอาจจะทำลายความคงอยู่ของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ดังนั้นแบบจำลองของการโจมตีค่าเงินที่เกิดจากตัวมันเองได้รวมบทบาทในการพิจารณาปัจจัยภายในประเทศ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่เป็นจริง และการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในความคิดต่อการโจมตีค่าเงิน

โดยผู้ที่ทำการศึกษาแบบจำลองในลักษณะ Second-generation models ได้แก่ Obstfeld (1986,1995) , Krugman (1996) โดย Obstfeld (1986,1995) ใช้แบบจำลองของ Flood และ Garber (1984) ยกตัวอย่างการโจมตีค่าเงินที่เกิดขึ้นหลายดุลยภาพและเกิดขึ้นจากตัวมันเองของอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นแนวทางใหม่ของสาเหตุของวิกฤตการณ์ค่าเงิน ความเป็นไปได้ของดุลยภาพหลายจุด (multiple equilibrium) เกิดเมื่ออยู่ในตลาดไม่ได้สนใจว่านโยบายปัจจุบันจะสอดคล้องกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนหรือไม่ โดยจะมองว่านโยบายจะเปลี่ยนไป ถ้าการโจมตีค่าเงินสำเร็จ ซึ่งทำให้การคาดคะเนที่เกิดเป็นการคาดคะเนถึงโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจในอนาคตมากกว่าในปัจจุบัน และโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจในอนาคตที่คาดคะเนทำให้เกิด 2 ดุลยภาพคือ ดุลยภาพแรกได้แก่การไม่ถูกโจมตีค่าเงิน และไม่มีการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ และความสามารถในการรักษาระบบอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ ในขณะที่ดุลยภาพที่สองคือการถูกโจมตีค่าเงินตามการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ซึ่งยอมรับว่าอัตราแลกเปลี่ยนยังสามารถถูกโจมตี นอกจากนี้ Obstfeld (1986) ได้นำแบบจำลองของ Flood และ Garber (1984) ไปปรับปรุงเพื่อใช้ในการอธิบายว่าการโจมตีค่าเงินเมื่อระดับราคาคงที่สามารถเกิดขึ้นเองได้ ลักษณะที่เกิดขึ้นเองเช่นนี้มองการล้มของระบบอัตราแลกเปลี่ยนเกิดจากความไม่สามารถกำหนดดุลยภาพซึ่งอาจเพิ่มขึ้นเมื่อบุคคลคาดการณ์ว่าการโจมตีค่าเงินเป็นเหตุให้มีการเปลี่ยนแปลงในนโยบายมหภาค สมมติว่าประเทศกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่และรักษานโยบายสินเชื่อให้มีเสถียรภาพในช่วงเวลาปกติ ในกรณีมีการโจมตีค่าเงิน ประเทศจะลดระดับการตรึงอัตราแลกเปลี่ยนและจะเพิ่มอัตราการขยายตัวของสินเชื่อในประเทศ (domestic credit) ภาคเอกชนสามารถอยู่ในดุลยภาพทั้งสองนโยบาย ถ้าการโจมตีค่าเงินไม่เกิดขึ้น ระบบอาจล้ม การไม่สามารถกำหนดเพิ่มขึ้นเนื่องจากนโยบายสินเชื่อของผู้มีอำนาจไม่ได้เป็น exogeneous กับการล้มของระบบ

ในขณะที่งานวิจัยของ Krugman (1996) ได้ผล 2 ประการคือ

1) ดุลยภาพที่เกิดขึ้นหลายจุด (multiple equlibria) จะมีโอกาสเกิดน้อยลงเมื่อโครงสร้างพื้นฐานมีปัญหาจนเกิดวิกฤตการณ์ขึ้นและค่าเงินถูกโจมตีจนลดค่าลง แต่ถ้าโครงสร้างพื้นฐานดีพอจะส่งผลให้มีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับวิกฤตการณ์ ทำให้เกิดดุลยภาพขึ้นหลายจุด

2) ถ้าบุคคลไม่รู้ทิศทางการกำหนดนโยบายของผู้มีอำนาจ อาจจะทดสอบโดยตลาด เพราะฉะนั้นแบบจำลองของ self-fulfilling attacks ส่งผลให้โครงสร้างพื้นฐานที่ดีอาจไม่พอเพียงต่อการป้องกันวิกฤตการณ์เงินตรา การป้องกันวิกฤตการณ์ไม่อาจตัดสินใจได้ด้วยโครงสร้างพื้นฐาน Obstfeld (1986) ยกตัวอย่างว่าถ้าเกิดการคาดคะเนว่าธนาคารกลางจะโต้ตอบการโจมตีค่าเงินโดยกำหนดนโยบายให้เหมือนว่ามีการเพิ่มขึ้นของค่าเงิน เพื่อกำจัดความเสี่ยงของ self-fulfilling crises

ในการเปรียบเทียบแนวทาง Fundamental Speculative Attacks และ Self-fulfilling Speculative Attacks นั้น Bordo และ Schwartz (1996) ได้สนับสนุนแนวทาง Fundamental Speculative Attacks และปฏิเสธ Self-fulling Speculative Attacks โดยจากการศึกษาพบว่าวิกฤตการณ์ของค่าเงินสะท้อนถึงการพังทลายของโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจและระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ดังเช่นวิกฤตการณ์ในอดีตที่ผ่านมา และปฏิเสธการมองว่าวิกฤตการณ์นั้นเกิดจากตัวมันเอง (self-fulfilling prophecies) โดยไม่มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ (fundamentals)

นอกจากนี้เขายังได้ศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวกับวิกฤตการณ์ค่าเงิน (currency crises) ในอดีต 19 ครั้ง โดยในปี ค.ศ. 1797 เลิกระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ที่อิงกับทองคำ (gold standard) หลังจากสูญเสียสามในสี่ของทองคำที่เป็นทุนสำรองเงินตราขณะที่ยังเกิดเหตุการณ์ระหว่างเหตุฉุกเฉินของสงครามเงิน (financing the war) ในฝรั่งเศส (เริ่มปี ค.ศ. 1793) ในขณะที่มีการพยายามรักษาการเปลี่ยนของระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่อิงทองคำ นอกจากนี้ประเทศอังกฤษได้ยกเลิกการใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่อิงทองคำตั้งแต่ปี ค.ศ. 1821 (5 ปีหลังจากสงครามยุติในปี ค.ศ. 1815)

ตัวอย่างที่เกิดขึ้นเมื่อเร็ว ๆ นี้ได้แก่ วิกฤตการณ์ทางค่าเงินใน EMS ในปี ค.ศ. 1992-93. Bordo และ Schwartz ได้ปฏิเสธการมองภาพว่าเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนใน EMS อาจ

จะยังรักษาต่อไปได้ถ้ายังไม่มีผลกระทบจากการแตกแยกของการรวมกันใหม่ของเยอรมนี ความขัดแย้งระหว่างความอิสระทางการเงินของประเทศสมาชิกใน EMS และข้อผูกมัดในอัตราแลกเปลี่ยนเกิดขึ้น นอกจากนี้ในต้นปี ค.ศ. 1991 เหตุการณ์ของการสูญเสียความสามารถในการแข่งขันในประเทศอิตาลี สเปน โปรตุเกส และสหราชอาณาจักรอังกฤษและประเทศอื่น ๆ ชี้ว่าการมีส่วนร่วมในทางตลาดว่าด้วยการวางแนวทางใหม่ของอัตราแลกเปลี่ยน EMS สามารถคาดการณ์ได้ เมื่อเกิดการถดถอยทางเศรษฐกิจในต้นปี ค.ศ. 1992 และอัตราแลกเปลี่ยนไม่ถูกปรับเพื่อสะท้อนสถานการณ์นั้น ทำให้เกิดการโจมตีค่าเงินขึ้นและนำไปสู่การลดค่าเงินและการพังทลายของ EMS

การค้นพบที่สำคัญของ Bordo และ Schwartz ชี้ว่าวิกฤตการณ์ค่าเงินเกิดขึ้นเมื่อปัจจัยทางเศรษฐกิจภายในประเทศไม่สอดคล้องกับเงื่อนไขทางเศรษฐกิจภายนอกประเทศซึ่งกำหนดเงินตรา ทั้งนี้เกิดจากความแตกต่างในสถาบันและสถานการณ์ระหว่างประเทศและเวลาที่ทำการสำรวจ นอกจากนี้ยังพบว่าหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ระบบ Bretton Woods ของระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่โดยตัวมันเองปล่อยให้ถูกวิกฤตการณ์ทางระบบ ขณะที่มีความพยายามในการตรึงระบบอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างกลุ่มประเทศในยุโรป สุดท้ายเขายังได้สรุปว่าขณะที่ทฤษฎีของการโจมตีค่าเงิน self-fulfilling มีส่วนช่วยให้เกิดความเข้าใจในเหตุการณ์ของโลกที่เป็นจริงเพียงเล็กน้อยเท่านั้น เนื่องจากในทุกเหตุการณ์ที่เกิดวิกฤตการณ์นั้น โครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจมีความพอเพียงในการคำนวณหาพฤติกรรมของนักเก็งกำไรในการโจมตีค่าเงินได้

Flood และ Marion (1996) ได้วิเคราะห์การโจมตีค่าเงิน โดยอาศัยแบบจำลองที่ปรับปรุง Fundamental Speculative Attacks ในการอธิบายกรณีวิกฤตการณ์ค่าเงินเปโซของ Mexico ในปี ค.ศ. 1994 และ European currency crises ปี ค.ศ. 1992-93 นอกจากนี้แบบจำลองยังได้แสดงถึงนโยบายมหภาคที่ไม่สมดุลกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ในระยะยาวสามารถผลักดันระบบเศรษฐกิจไปสู่วิกฤตการณ์ในค่าเงิน (currency crises) อย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ อีกทั้งยังได้รวม Self-fulfilling Speculative Attacks เข้ามาในแบบจำลองซึ่งแสดงให้เห็นว่าถึงแม้รัฐบาลจะมีนโยบายมหภาคที่สมดุล ยังสามารถเผชิญกับการโจมตีค่าเงิน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในความคิดในการเก็งกำไร (speculative opinion) ซึ่งสามารถประมาณการได้จากโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ซึ่งถูกกำหนดจากการยอมรับความเสี่ยงของบุคคล (agents's perceptions of risk) ถ้าบุคคลเห็นถึงความเสี่ยงที่มากขึ้น จะทำให้การโจมตี

ค่าเงินประสบความสำเร็จ แบบจำลองนี้จึงได้รวม risk premium เข้ามาใน relative asset returns โดยการเพิ่ม risk premium เข้ามานี้จะนำไปสู่ nonlinearity ในตลาดเงิน ส่งผลให้เกิดดุลยภาพหลายดุลยภาพขึ้น

จากการศึกษาสรุปได้ว่าการโจมตีค่าเงินที่ประสบผลสำเร็จ เนื่องจากนโยบายในอดีตและปัจจุบัน ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนไม่มั่นคงจนกระทั่งถูกโจมตี ซึ่งในการวิเคราะห์นี้สามารถนำไปใช้อธิบายวิกฤตการณ์ในค่าเงินของ Mexican ในปี ค.ศ. 1994 คือธนาคารกลางของ Mexico ไม่เต็มใจที่จะป้องกันค่าเงินเปโซ โดย tightening monetary policy เพราะการที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ส่งผลให้อุปทานของเงินลดลง เกิดภาวะเงินฝืด จนกระทั่งทำให้ระบบการเงินของธนาคารของประเทศอ่อนแอ และระบบเศรษฐกิจไม่ขยายตัวตามที่ตั้งไว้

## 2.3 Contagious Speculative Attacks

นอกจากนี้ยังได้มีแบบจำลองในแนวคิดที่แตกต่างไปจากที่กล่าวมาข้างต้น โดย Gerlach และ Smets (1995) และ Eichengreen , Rose และ Wyplosz (1996) ได้ศึกษาว่าเหตุการณ์ของการโจมตีค่าเงินมีความสัมพันธ์กันเพียงชั่วคราว (temporary) นั่นคือวิกฤตการณ์ค่าเงินเกิดขึ้นอย่างแพร่หลาย (contagiously) จากประเทศหนึ่งไปยังอีกประเทศหนึ่ง ถึงแม้ว่าประเทศที่สองจะไม่มีปัจจัยที่ก่อให้เกิดวิกฤตการณ์ค่าเงิน โดย Gerlach และ Smets ศึกษาความเชื่อมโยงระหว่างการตกต่ำของเงิน Finnish markka ในปี ค.ศ. 1992 กับ Swedian krona โดยพิจารณาว่า 2 ประเทศเชื่อมโยงโดยผ่านการค้าขายในรูปสินค้าและสินทรัพย์ทางการเงิน ดังนั้นในแบบจำลองได้พิจารณา 2 แนวทางคือ

1. การโจมตีค่าเงินที่ประสบความสำเร็จจะนำไปสู่การลดค่าเงินที่แท้จริง ซึ่งเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของสินค้าส่งออกของประเทศมากขึ้น ทำให้ดุลการค้าของประเทศที่สองขาดดุลทำให้เงินสำรองระหว่างประเทศในประเทศที่สองลดลง และในที่สุดค่าเงินในประเทศที่สองจะถูกโจมตีด้วยเช่นกัน
2. ผลกระทบของวิกฤตการณ์ค่าเงินและการลดค่าเงินในประเทศแรกต่อระดับราคาสินค้านำเข้าและระดับราคาทั้งหมดในประเทศที่สอง โดยหลังการเกิดวิกฤตการณ์ในค่าเงินขึ้น การที่ค่าเงินที่แท้จริงลดลงในประเทศแรก จะลดราคาสินค้านำเข้าในประเทศที่สอง ส่งผลให้ consumer price

index และความต้องการถือเงินลดลง ความพยายามในการแลกเงินตราของประเทศให้เป็นเงินตราต่างประเทศ ส่งผลให้เงินสำรองระหว่างประเทศลดลงและประเทศที่สองซึ่งไม่มีมูลเหตุที่จะก่อให้เกิดการโจมตีค่าเงินจะสามารถถูกโจมตีค่าเงินได้ (second equilibria)

ในขณะที่ Eichengreen , Rose และ Wyplosz งานวิจัยได้ทำการสำรวจงานวิจัยทางทฤษฎีและยังได้มีการทดสอบผลเชิงประจักษ์ในเรื่องลักษณะการแพร่กระจายของวิกฤตการณ์ค่าเงิน (contagious nature of currency crises) โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสของประเทศอุตสาหกรรม 20 ประเทศในช่วงเวลา ปี ค.ศ.1959 - 1993 เพื่อทดสอบว่าความน่าจะเป็นหรือโอกาสที่จะเกิดความสัมพันธ์ระหว่างวิกฤตการณ์ค่าเงินในประเทศหนึ่ง ๆ กับเหตุการณ์ในวิกฤตการณ์ของประเทศอื่นๆ ในช่วงเวลาเดียวกัน จากผลการศึกษาพบว่าการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินในที่ใด ๆ ในโลกจะเพิ่มโอกาสหรือความน่าจะเป็นที่ประเทศอื่นๆ จะถูกโจมตีค่าเงินในช่วงเวลาเดียวกันประมาณร้อยละ 8 แม้จะได้คำนึงถึงความแตกต่างของปัจจัยทางการเมืองและเศรษฐกิจภายในประเทศของแต่ละประเทศ

นอกจากนี้ Eichengreen , Rose และ Wyplosz ยังได้พบว่าการเกิดวิกฤตการณ์ในค่าเงินแพร่กระจายโดยผ่าน 2 ช่องทางคือช่องทางแรกมีข้อผูกมัดด้านการค้า (trade ties) และสมมติว่าการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินก่อให้เกิดการลดค่าเงินในประเทศแรก ซึ่งก่อให้เกิดการเสียเปรียบโดยเปรียบเทียบ (competitive disadvantage) ในประเทศคู่ค้าสำคัญนำมาซึ่งความกดดันในเงินตรา ช่องทางที่สองคือการคาดการณ์ด้วยตัวมันเองของนักลงทุน (investors' self-fulfilling expectation) ซึ่งเป็นส่วนที่เพิ่มเข้ามาจากกรณีของ Gerlach และ Smets โดยกล่าวว่าเมื่อการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินในประเทศแรก ดังนั้นเงินตราของประเทศอื่นๆ ที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจและนโยบายเหมือนกันจะเกิดความกดดันเช่นเดียวกันด้วย นอกจากนี้ยังพบว่าการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินที่เกิดขึ้นพร้อม ๆ กันมากที่สุดระหว่างคู่ค้า ซึ่งสนับสนุนที่ว่าวิกฤตการณ์ค่าเงินเกิดขึ้นพร้อม ๆ กันและกระทบผ่านทางช่องทางการค้า ในขณะที่การเกิดวิกฤตการณ์ในค่าเงินของประเทศไทยและมาเลเซีย เนื่องมาจากการเกิดวิกฤตการณ์ในค่าเงินเปโซในประเทศเม็กซิโกในปี ค.ศ. 1994 ทำให้เกิดข้อสนับสนุนว่าการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงินระหว่างประเทศที่มีลักษณะคล้ายๆ กันโดยผ่านช่องทางที่สอง ถึงแม้จะไม่มีข้อผูกมัดด้านการค้า

หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



Kaminsky และ Reinhart (1996) ศึกษาว่าการโจมตีค่าเงินและการเกิดวิกฤตการณ์ในภาคธนาคาร จากการวิเคราะห์เชื่อมโยงระหว่างเหตุการณ์ทั้งสองโดยเน้น 20 ประเทศในเอเชีย ยุโรป ละตินอเมริกาและตะวันออกกลาง ซึ่งเกิดปัญหาในการกิจการธนาคารในช่วงปี ค.ศ. 1970-95 สำหรับดัชนี (index) ของวิกฤตการณ์ค่าเงินคำนวณจากการถ่วงน้ำหนักเฉลี่ยของการเปลี่ยนแปลงในอัตราแลกเปลี่ยนและการเปลี่ยนแปลงในเงินสำรองระหว่างประเทศ จากตัวอย่างพบว่าก่อนเกิดวิกฤตการณ์จะเกิดการลดลงในกิจกรรมทางเศรษฐกิจ การชะลอตัวลงของการส่งออก การลดลงในราคาของหลักทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูงขึ้น ปริมาณเงินขยายตัวอย่างรวดเร็วและหนี้สินของระบบธนาคารขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และจากการศึกษาพบว่าวิกฤตการณ์ของธนาคารจะนำไปสู่วิกฤตการณ์ในค่าเงิน แต่มีเพียง 2-3 เหตุการณ์ซึ่งวิกฤตการณ์ในค่าเงินจะช่วยทำนายวิกฤตการณ์ของธนาคาร

นอกจากนี้ได้มีแนวทางใหม่ที่เน้นไปที่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ( Bank Crisis) เป็นตัวการหลักที่ก่อให้เกิดการเกิดวิกฤตการณ์ค่าเงิน (Exchange Rate Crisis) โดยมีผู้ที่ทำการศึกษาได้แก่ Edison, Hali J., Pongsak Luangaram, และ Marcus Miller (1998) และ Chan-Lau, Jorge A. และ Zhaohui Chen (1998)

โดย Edison, Hali J., Pongsak Luangaram, และ Marcus Miller (1998) พยายามวิเคราะห์ถึงการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน และอธิบายถึงเหตุการณ์ที่นำไปสู่วิกฤตการณ์ทางการเงินดังกล่าวในภูมิภาคเอเชีย โดยแสดงให้เห็นว่าวิกฤตการณ์เกิดจากความอ่อนแอของระบบการเงิน ในงานวิจัยยังพบว่าวิกฤตการณ์ในภูมิภาคเอเชียเกิดมาจาก ความไม่สมดุลของนโยบายทางด้านมหภาคและปัจจัยภายนอกประเทศ เงินทุนไหลเข้าสุทธิที่มายังภูมิภาคเอเชีย บทบาทของตัวกลางทางการเงิน (financial intermediation) และระดับราคาสินทรัพย์ นอกจากนี้ยังได้เสนอแนวคิดใหม่ที่แตกต่างจากแนวคิดเดิมที่กล่าวว่าการเกิดวิกฤตการณ์ในค่าเงิน และวิกฤตการณ์ทางการเงินเกิดจากความไม่สมดุลของนโยบายมหภาคของรัฐบาล และนโยบายอัตราแลกเปลี่ยน (Fundamental Speculative Attacks) หรือ แนวทางของการเกิดวิกฤตการณ์ที่เกิดจากตัวมันเอง (Self-Fullfilling Speculative Attacks) เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงในความคิดของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไร ซึ่งแนวคิดนี้ได้อธิบายว่าการเกิดวิกฤตการณ์ในภูมิภาคเอเชียเกิดจากวิกฤตการณ์ทางการเงิน (Financial Crisis) ซึ่งสามารถอธิบายจาก การเกิดวิกฤตการณ์ในสภาพคล่อง (liquidity crisis) การล้มละลายของหน่วยธุรกิจ (insolvency) การพังทลายของตลาดเนื่องจาก

ความไม่สมบูรณ์ของตลาดสินเชื่อ ทำให้เกิดความตกต่ำทางเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐฯ ขณะที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งสามารถทำนายการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน การที่ระดับราคาที่ดินและอสังหาริมทรัพย์สูงขึ้น หรือการลดลงของอัตราแลก นำไปสู่การพังทลายทางการเงินที่ต่อเนื่อง

ในงานวิจัยนี้ได้ศึกษาภูมิหลังของวิกฤตการณ์ในภูมิภาคเอเชีย ทั้งสาเหตุและลักษณะที่เกิดวิกฤตการณ์ และพัฒนากรอบแนวคิดของ Kiyotaki และ Moore (1997) ซึ่งได้อธิบายว่าความไม่สมบูรณ์ของตลาดที่ปล่อยสินเชื่อ สามารถก่อให้เกิดความผันผวนอย่างถาวรในระดับราคาอสังหาริมทรัพย์ และพบว่าดุลยภาพค่อนข้างไหวตัว และการแตกฟองของระดับราคาสินทรัพย์ (asset price bubble) เป็นผลเนื่องมาจากปัญหา moral hazard ของสถาบันการเงินที่อยู่ภายใต้ข้อบังคับ รวมทั้งการเพิ่มขึ้นในหนี้สินของหน่วยธุรกิจที่มีหนี้สินที่เป็นเงินตราต่างประเทศที่ไม่ได้ประกันความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการลดค่าเงินที่ไม่ได้คาดการณ์

นอกจากนี้ Chan-Lau, Jorge A. และ Zhaohui Chen (1998) ได้พัฒนาแบบจำลองใหม่ของการกู้ยืมเงินภาคเอกชนจากต่างประเทศ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความเป็นไปได้ของความไม่มีประสิทธิภาพของตัวกลางทางการเงิน (financial intermediation) โดยในแบบจำลองนี้กล่าวว่าการที่เงินทุนไหลออกจากประเทศจำนวนมาก สามารถนำไปสู่วิกฤตการณ์ทางการเงินในภูมิภาคเอเชีย รวมไปถึงมีระดับความมั่นคงพื้นฐานทางเศรษฐกิจค่อนข้างต่ำ ระบบเศรษฐกิจจะอ่อนแอและนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงในความถดถอยของระบบเศรษฐกิจ

งานวิจัยนี้พิจารณาถึงข้อสังเกตหลายอย่างในวิกฤตการณ์การเงินของภูมิภาคเอเชีย

1. เงินทุนไหลเข้าภาคเอกชนที่มีต่อประเทศต่าง ๆ ได้แก่ ประเทศเกาหลี อินโดนิเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ และประเทศไทย มีผลกระทบต่อวิกฤตการณ์ทางการเงินของภูมิภาคเอเชีย
2. ความสำคัญของการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของภาคเอกชนในประเทศมีบทบาทสำคัญมากที่สุดต่อการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน โดยเฉพาะประเทศเกาหลี อินโดนิเซีย และประเทศไทย ซึ่งมีการกู้ยืมเงินต่างประเทศสูงมาก ทั้งนี้เนื่องมาจากความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยตลาดเงินกู้ยืมในประเทศและต่างประเทศค่อนข้างสูง

3. การที่เงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาที่ผ่าน นำไปสู่การสะสมเพิ่มขึ้นของการปล่อยเงินกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งเป็นตัวพยากรณ์ของการเกิดวิกฤตการณ์การเงิน

4. ประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคเอเชียมีประสิทธิภาพในการจัดการในโครงสร้างของระบบสถาบันการเงินที่ต่ำ อันเนื่องมาจากการปล่อยกู้โดยตรงของรัฐบาล และการให้คำปรึกษาแนะนำที่ไม่เพียงพอ

จากที่กล่าวมาสรุปได้ว่า ในแบบจำลองใหม่นี้ได้มีหลักที่พิจารณาคือ ระบบการเงินที่ไม่มีประสิทธิภาพ รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงในเงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อ สามารถนำไปสู่การไหลออกของเงินทุน และการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ถึงแม้ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไปเพียงเล็กน้อย ในแบบจำลองได้เน้นไปที่เงินทุนไหลเข้าที่อยู่ในรูปหนี้สินของภาคเอกชนว่ามีบทบาทมากกว่าเงินทุนไหลเข้าในรูปแบบอื่นๆ ซึ่งจะกระทบต่อวิกฤตการณ์ทางการเงินในภูมิภาคเอเชีย