

วารสารไทยญี่ปุ่นศึกษา ฉบับเดือนสิงหาคม 2540

เศรษฐกิจพองสบู่กับนโยบายเศรษฐกิจญี่ปุ่น

ไว จามรมาน *

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

* ไว จามรมาน จบการศึกษาหลักสูตรปริญญาเอก สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ จากมหาวิทยาลัยเกียวโต
ปัจจุบัน เป็นอาจารย์ประจำที่คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

เศรษฐกิจฟองสบู่กับนโยบายเศรษฐกิจญี่ปุ่น

1. ความนำ

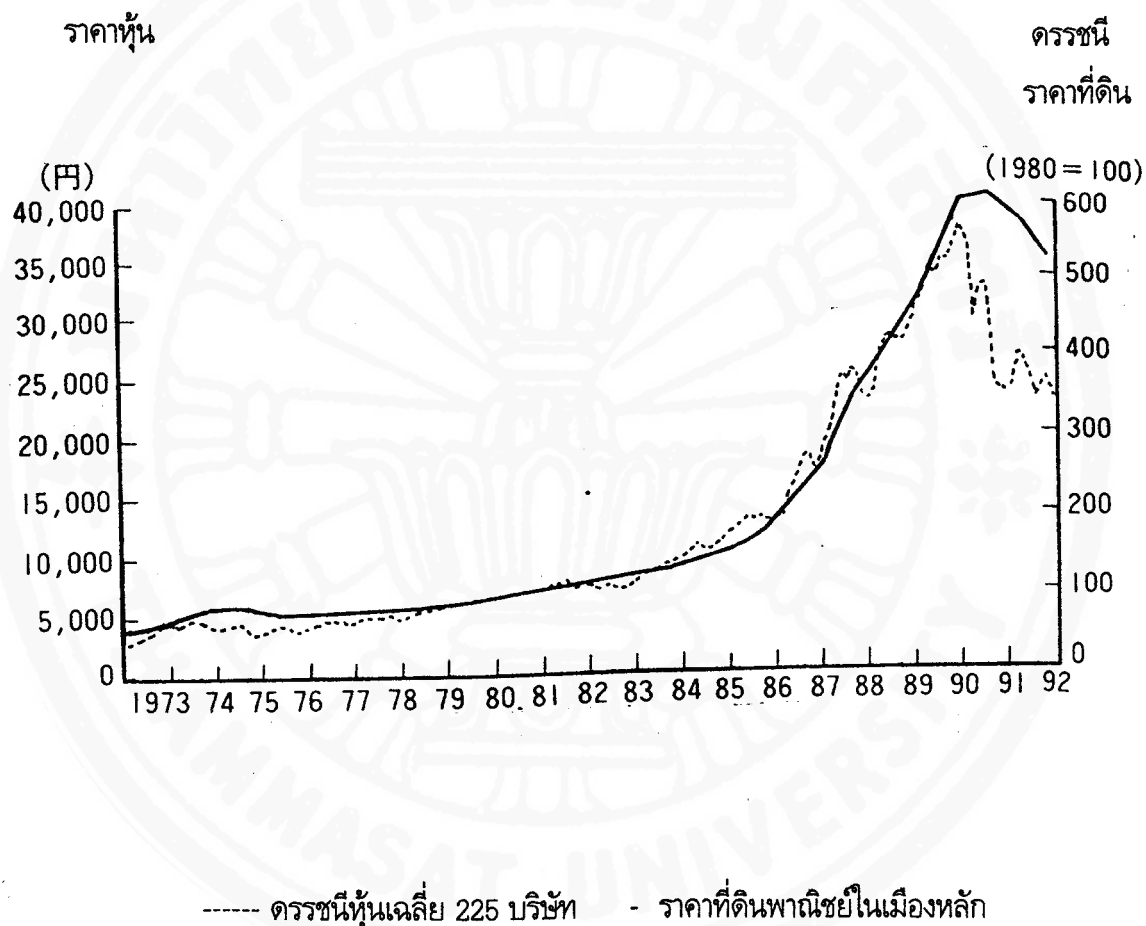
วิกฤตการณ์เศรษฐกิจญี่ปุ่นในช่วงระหว่าง ปี 1985-1990 ซึ่งเกิดจากการเพิ่มขึ้นของราคาที่ดินและหุ้นอย่างรุนแรง ทำให้เกิดสภาพซึ่งเรียกว่าภาวะเงินเฟ้อทางสินทรัพย์ (Asset Inflation) ดัชนีราคาของตลาดหุ้นญี่ปุ่นในปี 1986 เพิ่มขึ้นสามเท่าตัว ราคาที่ดินในเมืองใหญ่ทั้งหกเมืองเพิ่มขึ้นสามเท่า มูลค่ารวมของราคาที่ดินประเภทที่อยู่อาศัยในนครโตเกียวเพิ่มสูงเป็น 1.5 เท่าของ GDP ในปี 1987 แม้ว่าการเพิ่มขึ้นมูลค่าหุ้นจะช้ากว่ามูลค่าราคาที่ดิน แต่ปรากฏว่าปลายปี 1988 มูลค่ารวมหุ้นเท่ากับ GDP ในปีถัดมาเพิ่มขึ้นเป็น 1.5 เท่าของ GDP ปรากฏการณ์ขยายตัวดังกล่าวหลังปี 1985 เป็นสภาวะการขยายตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่

หลังจากนั้นการขยายตัวต่อเนื่องจนกระทั่งในเดือนธันวาคม ปี 1990 ราคาหุ้นตกลงมาที่ระดับ 24,000 เยน เป็นการลดลงมาเท่าตัวในปีเดียวกัน แม้ว่าจะมีเสถียรภาพอยู่บ้างในปี ค.ศ.1991 แต่ปีต่อมามีการตกลงของราคาหุ้นอย่างรุนแรงในเดือนสิงหาคม ลดต่ำลงถึงระดับ 14,000 เยน ส่วนราคาที่ดินตกลงช้ากว่าราคาหุ้น เริ่มตกลงในปี 1991 เป็นการลดลงครั้งแรกในรอบ 75 ปี หลังสงครามโลกครั้งที่สอง มูลค่าหุ้นในปี 1992 ลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับปีที่หุ้นสูงสุดปี ค.ศ.1989 ถึง 230 ล้านล้านเยน มูลค่าที่ดินใน 1992 ลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับปีที่ดินสูงสุดปี 1988 ถึง 101 ล้านล้านเยน คิดรวมมูลค่าลดลง 331 ล้านล้านเยน

ในขณะที่ราคาหุ้นและที่ดินขึ้นนั้น กลับไม่มีใครตั้งข้อสังเกตว่าได้เกิดปรากฏการณ์ฟองสบู่ขึ้นเลย ต่างคิดว่าเป็นศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจญี่ปุ่น จนกระทั่งเกิดภาวะการตกลงของหุ้นและที่ดินในปี 1991 แม้กระทั่งนักเศรษฐศาสตร์เห็นว่าการขึ้นของราคาที่ดินทำให้เกิดโอกาสการลงทุนในตลาดเกิดขึ้นใหม่ โดยที่ที่ดินกลายเป็นหุ้นประเภทหนึ่งของนักลงทุน การขึ้นราคาสินทรัพย์ทำให้เศรษฐกิจขยายตัว การบริโภคมากขึ้นเนื่องจากผลของ Capital gain บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนได้ถูกลง จากการทำ Equity Finance ส่งผลให้การลงทุนขยายตัวในอีกด้านหนึ่ง การขยายตัวดังกล่าวก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของธุรกิจให้หันมาสนใจการลงทุนทางการเงินแทนการลงทุนในการค้นคว้าวิจัยเพื่อการผลิต การทำอะไรทำได้ง่ายจากการลงทุนทางการเงินส่งผลให้เกิดสภาวะเก็งกำไร พบว่ามีการทุจริตทางการเงินในบริษัทมีชื่อเสียง เช่น กรณีบริษัท อินโดมิ่ง กรณีธนาคารฟูจิ ธนาคารโตไก ซึ่งปรากฏหลังการแตกของเศรษฐกิจฟองสบู่ในปี 1990 พร้อมกันนั้นเกิดปัญหาการปล่อยสินเชื่อ มีปัญหาในตลาดอสังหาริมทรัพย์

และตลาดหุ้น ซึ่งสถาบันการเงินต่างพยายามปิดข่าวมูลเพื่อปกป้องตนเอง คาดว่ามีสินเชื่อเป็น ปัญหาสูงถึง 30 ล้านล้านบาท โดยมีหลักประกันเพียง 10 ล้านล้านบาท ในขณะที่ในระบบสถาบัน การเงินทั้งหมดสามารถทำกำไรได้เพียงปีละ 3.7 ล้านล้านบาท ดังนั้นความสามารถดำเนินงานของ สถาบันการเงินทั้งระบบเพื่อชดเชยส่วนสูญเสียจะต้องใช้เวลาไม่น้อยกว่า 15 ปี

รูปที่ 1 ราคาหุ้นและราคาที่ดิน



ตารางที่ 1 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) มูลค่าหุ้นและมูลค่าที่ดิน

(หน่วย : ล้านล้านบาท)

ปี คศ.	GDP	หุ้น	ที่ดิน
1981	261	81	128
1982	273	91	135
1983	286	107	139
1984	305	138	149
1985	324	169	176
1986	338	230	280
1987	354	301	449
1988	377	394	529
1989	403	527	521
1990	434	478	517
1991	457	373	504
1992	484	297	428

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์โตเกียว “สถิติหุ้นรายเดือน”

สำนักงานวางแผนเศรษฐกิจ “การคำนวณเศรษฐกิจประชาชาติ”

สำนักงานที่ดิน การสำรวจราคาที่ดินรายจังหวัด

กระบวนการเกิดขยายตัวและแตกตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่ในญี่ปุ่น เป็นผลมาจากการขาดจรรยาบรรณของสถาบันการเงินในการให้สินเชื่อโดยไม่รักษากฎเกณฑ์ และธุรกิจกลับสนใจการใช้ประโยชน์จากเทคนิคทางการเงินเมื่อสร้างกำไรโดยการเก็งกำไรในสินทรัพย์ ผลจากการเปิดเสรีทางการเงินโดยปราศจากการกำกับดูแลอย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้เกิดปรากฏการณ์เศรษฐกิจฟองสบู่ดังกล่าวก่อให้เกิดบทรื่นและสภาวะการตกต่ำทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง ซึ่งเรียกกันว่า “Fukugo Fukyo.”

2. ทฤษฎีเศรษฐกิจฟองสบู่

ราคาสินทรัพย์ เช่น ที่ดิน หรือหุ้นนั้น กำหนดจากผลรวมของผลตอบแทนทางเศรษฐกิจที่ได้รับ หรือกำไรที่ได้จากการขึ้นราคาสินทรัพย์นั่นเอง ภายใต้ข้อสมมติฐานของสภาพดุลยภาพนั้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์เท่ากัน

อัตราค่าไของสินทรัพย์เท่ากับ

$$i_t = \frac{rt}{Pt} + \frac{P^*t+1 - Pt}{Pt}$$

เมื่อ i_t = อัตราของสินทรัพย์ ณ ช่วง t
 rt = ผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจ ณ ช่วง t
 Pt = ราคาสินทรัพย์ ณ ช่วง t

หรือ ราคาสินทรัพย์ เท่ากับ

$$Pt = \frac{rt + pt + 1}{1 + it}$$

ดังนั้น ราคาสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนทางเศรษฐกิจของสินทรัพย์ และความคาดหวังของราคาสินทรัพย์ในอนาคต ซึ่งขึ้นกับโอกาสความเป็นไปได้ของการเกิดขึ้นจริง และอัตราค่าไของสินทรัพย์เป็นอัตราค่าไต่อสินทรัพย์ภายใต้สภาวะความเสี่ยงจึงต้องรวมค่าพรีเมียมความเสี่ยงด้วย

เมื่อพิจารณาราคาพื้นฐานของสินทรัพย์ พบว่า

ราคาพื้นฐานของสินทรัพย์ ช่วง $t+1$ เท่ากับ

$$p^*t+1 = \frac{r + p^*t+2}{1+i} \quad (3)$$

เมื่อแทนค่า (3) ใน (2)

$$Pt = \frac{r}{1+i} + \frac{r}{(1+i)^2} + \frac{Pt^*+2}{(1+i)^2} \quad (4)$$

หรือ

$$Pt = \frac{r}{(1+i)} + \frac{r}{(1+i)^2} + \frac{r}{(1+i)^3} + \dots + \frac{P^*t+n}{(1+i)^n} \quad (5)$$

หรือ เมื่อ $n = 2$

$$Pt = \frac{r}{i} \quad (6)$$

นั่นคือ ราคาพื้นฐานของสินทรัพย์ ภายใต้เงื่อนไขกำหนดจะอยู่ในฟังก์ชันของอัตราผลตอบแทนและอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น

ปัจจัยกลุ่มแรกทำให้ราคาสินทรัพย์เปลี่ยนแปลงได้แก่ อัตราผลตอบแทน เช่น การลงทุนในการวิจัยพัฒนาที่คาดว่าจะให้ผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีอนาคตสดใสทำให้ราคาหุ้นขึ้น หรือการตัดถนนผ่านที่ดินทำให้สามารถสร้างตึกสูงได้ ราคาที่ดินเพิ่มขึ้น นอกจากนั้นการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยต่ำลงจะทำให้ราคาสินทรัพย์สูงขึ้น ปัจจัยกลุ่มที่สองคือ การคาดหวังต่อการขึ้นราคาในอนาคตทำให้ราคาสินทรัพย์ปัจจุบันสูงขึ้น

ในส่วนฟองสบู่ซึ่งเกิดขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินทรัพย์ในส่วนไม่สามารถอธิบายโดยปัจจัยพื้นฐานสองกลุ่มข้างต้น ดังสมการข้างล่าง

$$P_t = \frac{r}{i} + a(1+i)t \quad (7)$$

เมื่อ a เป็นค่าคงที่

ส่วนที่สอง $a(1+i)t$ คือ ส่วนฟองสบู่ การขยายตัวของฟองสบู่ เกิดขึ้นเมื่อ $a > 0$ จะขยายตัวจนกว่าจะเกิดการแตกลงของฟองสบู่ ดังนั้น เมื่อพิจารณาโอกาสความเป็นไปได้การแตกตัวของฟองสบู่จะได้ว่า

$$P_t = r + \frac{a(1+i)t}{1+q} \quad (8)$$

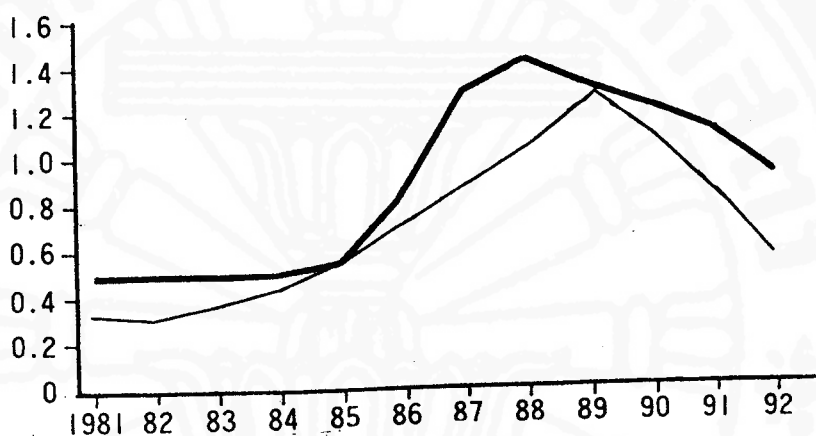
เมื่อให้โอกาสความเป็นไปได้ของการแตกตัว เท่ากับ q ดังนั้น ราคาสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น โอกาสการแตกตัวของฟองสบู่แตกตัวยิ่งสูงขึ้นเช่นเดียวกัน

การแยกระหว่างการขยายตัวโดยปัจจัยพื้นฐานกับการขยายตัว โดยฟองสบู่ สามารถคำนวณโดยการคำนวณราคาพื้นฐานเพื่อเปรียบเทียบกับราคาที่เป็นจริง ซึ่ง Blanchard และ Fisher (1989) ได้อ้างว่าทำไม่ได้ แต่ Shiller (1981) ได้เสนอการคำนวณโดยอาศัยราคาพื้นฐานเมื่อยังไม่ทราบข้อมูลการเปลี่ยนแปลงเปรียบเทียบกับราคาเมื่อทราบข้อมูลการเปลี่ยนแปลงจากการคำนวณราคาหุ้นของในปี 1971 Shiller พบว่าราคาพื้นฐานของหุ้นแตกต่างจากราคาเปลี่ยนแปลงจริง ส่วนต่างดังกล่าวนี้คือส่วนฟองสบู่แน่นอน

1. การคำนวณการเพิ่มขึ้นของราคาที่ดินในหกเมืองของญี่ปุ่น โดยอาศัยปัจจัยพื้นฐานคือ อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ซึ่งเกิดจากการลดอัตราดอกเบี้ยช่วงปี 1986 นั้น กับการเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนของหุ้นหลังปี 1987 ปรากฏว่า ความเคลื่อนไหวของราคาพื้นฐานของที่ดินกับราคาจริงเริ่มเกิดขึ้นในปี 1987 ถึง 2 เท่าตัว งาน Noguchi (1990) คำนวณราคาพื้นฐานของที่ดินโดยใช้ตัวเลข 10 ปี แยกตามจังหวัด พบว่า ก่อนปี 1987 ราคาพื้นฐานที่ดินกับราคาที่ดินจริงตรง

ของที่ดินโดยใช้ตัวเลข 10 ปี แยกตามจังหวัด พบว่า ก่อนปี 1987 ราคาพื้นฐานที่ดินกับราคาที่ดินจริงตรงกันในทุกจังหวัด แต่หลังจากนั้นเกิดการเหลื่อมราคาเกิดขึ้น ราคาพื้นฐานที่ดินในโตเกียวแตกต่างจากราคาจริง สูงร้อยละ 54 นอกนั้นยังมิงานศึกษาของ Nishimura (1990) Hasegawa (1990) ให้ข้อสรุปคล้ายกัน

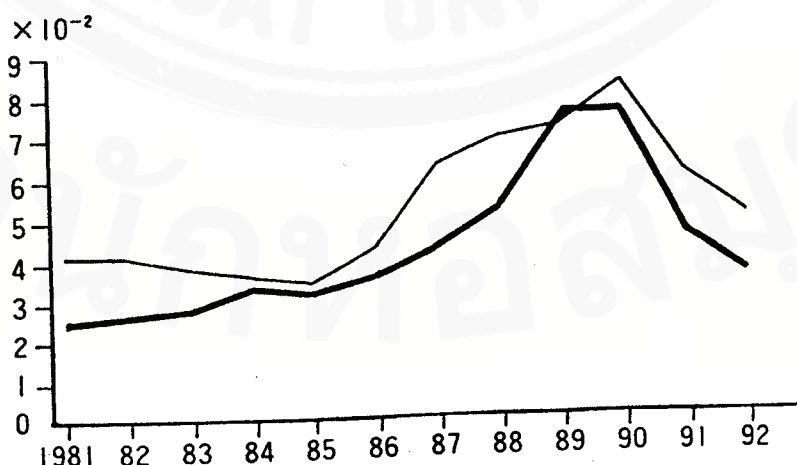
รูปที่ 2 เปรียบเทียบมูลค่ารวมทุนและที่ดินกับ GDP



ราคาที่ดิน ราคาทุน

ที่มา : Noguchi Yukio . เศรษฐกิจฟองสบู่ 1994

รูปที่ 3 มูลค่าหุ้นและมูลค่าที่ดิน (ราคาสินทรัพย์) x (อัตราดอกเบี้ย) / (GDP)



ที่มา : Noguchi Yukio. เศรษฐกิจฟองสบู่ 1994

แต่ในด้านผู้สนับสนุนว่า การเพิ่มขึ้นของราคาที่ดินในโตเกียวนั้นเป็นผลจากการกระจุกตัวของเมืองโตเกียว และการลดลงของอัตราดอกเบี้ย คือ หนังสือปกขาวของการใช้ที่ดินปี 1988 และงาน Harada (1988) การเพิ่มขึ้นสูงขึ้นมากของราคาที่ดินเป็นเพียงการปรับราคาหลังจากที่อยู่ในระดับต่ำมานานเท่านั้น ต่อมายังมีงาน Miyao (1989) เห็นว่าราคาที่ดินญี่ปุ่นนั้นสูงเป็นเรื่องปกติ และผลตอบแทนของที่ดินต่ำเนื่องจากมีอุปสงค์สูง แม้ในการประชุมนักวิชาการเศรษฐศาสตร์ในปี 1990 ได้สรุปว่า ความเห็นที่ว่าราคาที่ดินของญี่ปุ่นมีการขยายตัวแบบฟองสบู่ และจะต้องแตกนั้นเป็นเรื่องผิด อย่างไรก็ตาม ในการเพิ่มของราคาหุ้นมีทั้งการสนับสนุนและคัดค้านปรากฏการณ์เศรษฐกิจฟองสบู่ในทำนองเดียวกัน แต่เมื่อลองคำนวณจากสมการที่ 6

$$Pt = \frac{r}{i} \text{ โดยให้ราคาสินทรัพย์รวมอยู่ในฟังก์ชันของ GDP จะได้ดังสมการ}$$

$$e = \frac{\text{ราคาสินทรัพย์} \times \text{อัตราดอกเบี้ย}}{\text{GDP}}$$

เมื่อคำนวณค่า e ซึ่งเป็นสัมประสิทธิ์มีค่าคงที่ ปรากฏว่าค่า e ตั้งแต่ปี 1986 เริ่มเพิ่มสูงขึ้น แสดงได้ว่าเริ่มเกิดฟองสบู่ หากจะอธิบายราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของการคาดหวังต่ออัตราผลตอบแทน หรือการลดลงของค่าพรีเมียความเสี่ยง ตามแนวคิดของราคาพื้นฐานนั้นจึงเป็นไปได้ แต่ต่อมาในช่วงปี 1991 และ 1992 ปรากฏว่าค่า e กลับมาอยู่ในแนวโน้มเดิม การคำนวณด้วยเป็นวิธีการชี้ให้เห็นช่วงระยะเวลาการเกิดฟองสบู่ ซึ่งเป็นข้อถกเถียงกันว่าเป็นการเจริญเติบโตโดยปัจจัยพื้นฐานหรือขยายตัวโดยฟองสบู่

3. กระแสหมุนเวียนเงินในเศรษฐกิจฟองสบู่

การฟื้นตัวเศรษฐกิจหลังผลกระทบค่าเงินเยนสูงเริ่มขึ้นปี 1987 ผลการประกอบ การของธุรกิจดีขึ้น พร้อมกับการฟื้นตัวตลาดหุ้นทำให้ธุรกิจสามารถเพิ่มทุน ขยายพันธบัตรใน ตลาดทุน ความสามารถในการหาเงินต้นทุนต่ำจากตลาดทุน ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรม การกู้เงินจากสถาบันการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มาเป็นการจัดหาเงินจากตลาดทุน และนำไปใช้ในการลงทุนด้านการเงินสูงขึ้นในช่วงระหว่างปี 1987-1990

การเปิดเสรีตลาดการเงินตั้งแต่ปี 1979 โดยมาตรการในการกระจายและเพิ่ม ความยืดหยุ่นตลาดการเงิน เช่น การให้ออก CD การเลิกกำหนดการแลกเปลี่ยนเงินสกุล ต่างประเทศเป็นเงินเยนในปี 1984 การออก MMC ในปี 1985 การอนุญาตออก CP ใน 1987 การเปิดเสรีทำให้ลดอัตราผลตอบแทนของสถาบันการเงิน เพราะต้นทุนการจัดหาเงินเข้ามาสูงขึ้น

และก่อให้เกิดการแข่งขัน บริษัทธุรกิจออก Commercial Paper ด้วยอัตราดอกเบี้ยต่ำ และนำไปฝากในเงินออมวงเงินสูง ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงทำให้เกิดการอาศัยเครื่องมือการเงินใช้ในการทำการทางการเงินมากขึ้น การที่ธุรกิจขนาดใหญ่สามารถจัดหาเงินในตลาดทุนมากขึ้นทำให้การกู้ยืมจากสถาบันการเงินน้อยลง สถาบันการเงินจึงต้องหันไปให้ธุรกิจขนาดกลางย่อมกู้ ปรากฏว่าเงินกู้ต่อธุรกิจขนาดกลางย่อมสูงถึง 70% ของเงินยืมจากสถาบันการเงินทั้งหมด และกู้ไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ถึง 26% ของเงินกู้ของธุรกิจขนาดกลางย่อมทั้งสิ้น

ตารางที่ 2 กระแสเงินของสถาบันการเงิน

(หน่วย : ล้านล้านบาท)

ปี คศ.	การใช้เงิน				การจัดหาเงิน			
	เงินสด	ตราสารการเงิน	เงินกู้	เงินออมอื่น ๆ	สินเชื่อ	เงินประกัน	ตราสารการเงิน	สินเชื่อการลงทุน
1980	0.1	8.1	20.6	16.4	2.3	4.2	2.1	- 0.1
1981	0.0	10.6	24.1	24.8	4.3	4.6	2.7	1.3
1982	0.1	13.2	27.8	18.9	4.4	5.3	3.0	2.4
1983	0.1	15.0	27.8	20.1	4.6	5.7	3.9	4.7
1984	0.1	14.6	31.9	24.9	5.2	7.0	4.2	3.7
1985	0.4	16.7	30.2	23.7	6.3	9.1	3.9	2.9
1986	0.0	36.4	38.8	27.7	11.0	12.9	4.0	13.0
1987	0.1	30.7	47.9	41.8	11.7	15.5	3.6	11.3
1988	0.4	29.6	52.4	44.3	8.9	19.4	3.2	6.8
1989	0.0	23.2	75.9	46.3	13.3	20.6	5.9	2.3
1990	0.3	- 0.3	47.4	36.1	8.4	15.8	7.4	- 3.8
1985-90	1.1	136.3	292.6	219.9	59.5	93.2	28.0	32.5

ที่มา : ธนาคารกลางญี่ปุ่น. สถิติเศรษฐกิจรายเดือน

ตารางที่ 3 การลงทุน และเงินกู้ในภาคอสังหาริมทรัพย์

(หน่วย : ล้านล้านบาท)

ปี คศ.	การลงทุน				เงินกู้			หมายเหตุ (เงินกู้-การ ลงทุนที่ไม่ ใช้ที่ดิน)
	ที่ดิน	อาคาร	อื่น ๆ	รวม	จาก ธนาคาร	จาก สถาบัน การเงินไม่ ใช่ธนาคาร	รวม	
1985	5.0	1.1	- 0.4	5.7	4.7	1.1	5.7	5.0
1986	2.8	- 1.0	1.6	3.4	8.0	2.0	10.0	9.4
1987	15.5	4.3	2.6	22.4	6.3	2.5	8.8	1.9
1988	- 2.3	3.5	1.1	2.3	5.3	1.7	7.0	2.4
1989	7.6	0.1	0.8	8.5	6.6	2.7	9.3	8.4
1990	0.4	2.7	2.9	5.2	2.5	1.0	3.5	- 2.1
1985-89	28.6	8.0	5.7	42.2	30.9	9.8	40.7	27.1
1985-90	28.2	10.7	8.6	47.5	33.4	10.8	44.2	24.9

ที่มา : Noguchi Yukio. เศรษฐกิจฟองสบู่ 1994

การจัดหาเงินโดยการออกพันธบัตรการลงทุนเพิ่มขึ้นในปี 1986-1987 มีจำนวนถึง 33 ล้านล้านบาท ในปี 1985-1990 ต่อมาในปี 1987 บัญชีเงินออมสูงขึ้น เนื่องจากเปิดเสรีอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ในปี 1988 บัญชีเงินออมสูงขึ้น เนื่องจากเปิดเสรีอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ในปี 1988 และ 1989 เงินประกันเพิ่มขึ้น ในด้านการให้กู้เงิน ในปี 1986-1989 การซื้อพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้น เกิดจากผู้ลงทุนประเภทสถาบันการประกันซื้อพันธบัตรและหุ้น ต่อมาปี 1987 มีการให้กู้เพิ่มมากขึ้น เป็นการกู้ต่อธุรกิจขนาดกลางย่อมในการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ด้วย

การให้กู้ต่ออสังหาริมทรัพย์ ในระหว่างปี 1985-1990 สูงถึง 44.2 ล้านล้านบาท เป็นการกู้ผ่านธนาคาร 33.4 ล้านล้านบาท ผ่านสถาบันการเงินไม่ใช่ธนาคาร 10.8 ล้านล้านบาท และเป็นการนำเงินไปซื้อที่ดิน 28.2 ล้านล้านบาท สร้างอาคาร 10.7 ล้านล้านบาท ลงทุนในพันธบัตร 8.6 ล้านล้านบาท รวมทั้งสิ้น 47.5 ล้านล้านบาท แสดงให้เห็นว่าการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มาจากเงินกู้ ในการลงทุนดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นการซื้อที่ดิน ซึ่งเป็นการเก็งกำไร และยังเป็นการกู้ของธุรกิจขนาดกลางย่อมเป็นส่วนใหญ่

นอกจากการเปิดเสรีทางการเงินทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการกู้เงินของธุรกิจ ยังมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจโดยรัฐบาลพยายามลดการขายพันธบัตรเพื่อใช้

ในงบประมาณการคลังลง พร้อมกับการขึ้นภาษีแทน ทำให้สถาบันการเงินที่เคยซื้อพันธบัตรรัฐบาลหันไปปล่อยกู้ในภาคอสังหาริมทรัพย์แทน หากรัฐบาลไม่ลดการออกพันธบัตรก็ไม่น่าสถาบันการเงินต้องไปแข่งขันในการให้กู้ ซึ่งนำไปสู่การให้กู้ต่ออสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ หากรัฐบาลใช้นโยบายการเงินในการลดปริมาณเงินในตลาด จะทำให้ไม่เกิดเศรษฐกิจฟองสบู่ แต่ในขณะนั้น รัฐบาลเห็นว่าเกิดการเริ่มฟื้นตัววัฏจักรเศรษฐกิจ จำเป็นต้องให้มีการลงทุนในอุปกรณ์ทุนจึงปล่อยให้มีเงินในตลาดมาก ประกอบกับเป็นเศรษฐกิจเปิดจึงปล่อยให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกำหนดจากภาวะตลาดโลก

4. นโยบายควบคุมเศรษฐกิจฟองสบู่

นโยบายในการควบคุมการเพิ่มขึ้นราคาสินทรัพย์ทำได้โดย 1) จำกัดการซื้อขายโดยตรง 2) มาตรการทางการเงิน 3) มาตรการทางภาษี รัฐบาลญี่ปุ่นได้ใช้ทั้งสามมาตรการ ซึ่งจะกล่าวโดยลำดับต่อไป

4.1 การจำกัดการซื้อขายโดยตรง มาตรการควบคุม 2 ประเภท คือ การซื้อขายที่ดินต้องได้รับการอนุมัติจากนายกเทศมนตรี กับการซื้อขายที่ดินเกินขนาดที่กำหนดไว้ต้องแจ้งราคาจะซื้อขายให้นายกเทศมนตรี ซึ่งสามารถเตือนการซื้อขายที่ไม่ถูกต้อง หรือเรียกให้แจ้งราคาซื้อขาย แม้ได้มีการกำหนดใช้หลายจังหวัด แต่ปรากฏว่าเป็นการใช้หลังจากที่ราคาที่ดินได้สูงขึ้นแล้ว และไม่ใช้มาตรการสามารถควบคุมราคาที่ดินได้ เนื่องจากราคาที่ดินขึ้นกับอุปสงค์อุปทาน แม้คณะกรรมการเสนอแนะความเห็นปฏิรูปการปกครองเฉพาะกาลได้เสนอมาตรการ 3 ข้อ ต่อนายกรัฐมนตรีนากะโซเน่ ในการแก้ไขการเก็งกำไรที่ดิน คือ 1) ให้ใช้มาตรการอนุมัติการซื้อขายและการแจ้งราคาซื้อขาย 2) กำกับสถาบันการเงินและผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ 3) ระวังการขายที่ดินรัฐบาลจนกว่าราคาจะลดการขึ้นสูง อย่างไรก็ตามมาตรการดังกล่าวไม่ได้แก้ไขต้นเหตุ ทำให้ไม่สามารถควบคุมฟองสบู่ได้

4.2 มาตรการทางการเงิน

หลังจากการประชุมข้อตกลง Plaza ค่าเงินเยนสูงขึ้นจนกระทั่งปี 1987 จึงอ่อนตัวลงอยู่ในช่วง 125-130 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ เมื่อเข้าปี 1989 ค่าเงินเยนอ่อนตัวลง ภาวะตลาดหุ้นในประเทศ และราคาที่ดินสูงขึ้น ธนาคารจึงได้ดำเนินมาตรการให้ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจาก 2.5% เป็น 3.25% พร้อมกันนั้นใช้มาตรการจำกัดสินเชื่อในปี 1990 โดยจำกัดวงเงินให้กู้ต่อ

อสังหาริมทรัพย์ เป็นมาตรการสำคัญในการควบคุมตัวแปรเชิงมหภาค ซึ่งส่งผลให้ราคาที่ดินตกลง นับเป็นมาตรการได้ผลมากที่สุด

4.3. มาตรการทางภาษี

การใช้มาตรการทางภาษีในปี 1987 เก็บภาษีที่ดินมากขึ้น ในปีถัดมายกเลิกพระราชบัญญัติสนับสนุนการซื้อแทนที่อยู่อาศัยเดิม นอกจากนั้นยังขึ้นภาษีโอนที่ดิน ในการประชุมปัญหาโครงสร้างระหว่างญี่ปุ่นกับอเมริกา (SII : Japan - US Structural Impediments Initiative talks) ทางฝ่ายอเมริกาได้วิจารณ์ปัญหาโครงสร้างและนโยบายเศรษฐกิจญี่ปุ่น รวมทั้งปัญหาที่ดินว่าการควบคุมโดยการขออนุญาตซื้อขายที่ดินเดิมนั้นไม่ได้ผล ควรจะดำเนินมาตรการทางภาษีมากกว่า และภาษีถือครองที่ดินญี่ปุ่น ตัวการขึ้นภาษีการถือครองที่ดินและทำให้การถือที่ดินเพื่อเป็นทรัพย์สินน้อยลง ความเห็นดังกล่าวทำให้รัฐบาลญี่ปุ่นเริ่มเปลี่ยนแปลงนโยบายพื้นฐานด้านที่ดินใหม่ โดยการใช้ภาษีที่ดินในปี 1992 (ประมาณ 0.3% ของราคาที่ดิน) ทำให้ราคาที่ดินลดลง นอกจากนั้นยังปฏิรูปภาษีมรดกที่ดิน และขึ้นภาษีโอนที่ดิน

ตารางที่ 4 มูลค่าขาดทุนจากการขายที่ดิน

ปี ค.ศ.	ราคาที่ดินจริง	ราคาที่ดินซื้อ		กำไร/ขาดทุน	
		ประมาณการ 1	ประมาณการ 2	ประมาณการ 1	ประมาณการ 2
1985	156.1	5	5	0.46	0.46
1986	201.6	2.8	9.4	- 0.43	- 1.44
1987	323.4	15.5	1.9	- 7.32	- 0.89
1988	391.7	- 2.3	2.4	1.29	- 1.35
1989	378.4	7.6	8.4	- 4.17	1 4.61
1990	378.0	- 0.4	- 2.1	0.21	1.15
85-89		28.6	27.1	- 10.17	- 7.85

ที่มา : Noguchi Yukio. เศรษฐกิจฟองสบู่ 1994

- หมายเหตุ
1. ประมาณการ 1 คือราคาประมาณการซื้อที่ดิน
ประมาณการ 2 คือ เงินที่เข้ามาในภาคอสังหาริมทรัพย์
 2. ราคาที่ดินจริง คือ ราคาประเมินของโตเกียว x 1.43 เท่า โดยปี 1983 = 100
 3. ราคาขายคำนวณจากราคามาตรฐานปี 1992 x 0.8 หรือเท่ากับ 170.6 ของราคาปี 1983

ตารางที่ 5 กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของธนาคารเมือง ธนาคารเงินกู้ระยะยาว ธนาคารทรัสต์

(หน่วย : พันล้านบาท)

ปี ค.ศ.	ธนาคารเมือง	รวม
1983	11,616	14,746
1984	11,081	14,750
1985	11,082	16,419
1986	16,457	26,353
1987	19,449	30,993
1988	20,774	31,625
1989	15,067	22,365
1990	14,620	18,769
1991	19,225	24,323

ที่มา : กระทรวงการคลัง 1992

หมายเหตุ : รวม จำนวนจาก ธนาคารเมือง ธนาคารเงินกู้ระยะยาว ธนาคารทรัสต์

5. การแตกเศรษฐกิจฟองสบู่ และผลกระทบต่อสถาบันการเงิน

การแตกตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่เริ่มปี 1990 ทั้งราคาหุ้น พันธบัตร และเงินเยน มีราคาต่ำลง ราคาหุ้นลดลงนั้นมาจากการขึ้นราคาดอกเบีย ทำให้ราคาหุ้นตกลง บริษัทจัดหาเงินจากตลาดหุ้นโดยต้นทุนแพงขึ้น ในช่วงหลังครึ่งปี 1990 ราคาที่ดินเริ่มตกลง การซื้อเพื่อเก็บกำไรลดลง ทั้งราคาหุ้นและที่ดินเริ่มเข้าสู่กระบวนการแตกตัวเศรษฐกิจฟองสบู่ ในตอนต้นปี 1991 เริ่มมีข่าวปัญหาทุจริตในสถาบันการเงิน เช่น บริษัทหลักทรัพย์ Nomura บริษัทหลักทรัพย์ Nikko บริษัท Itoman ธนาคารฟูจิ ธนาคาร Tokai

ในการสำรวจของกระทรวงที่ดินในปี 1991 พบว่าราคาที่ดินตกต่ำ บริษัทอสังหาริมทรัพย์มีสต็อกที่ดินมาก จึงเกิดปัญหานี้เสียต่อสถาบันการเงิน ธุรกิจไม่สามารถจ่ายดอกเบีย และตัวสัญญาชำระเงิน ซึ่งได้มีนโยบายลดอัตราดอกเบี้ยในเดือนสิงหาคม 1991 แต่ไม่ทำให้ฟื้นตัวในทันที

กระทรวงการคลังพยายามรวบรวมตัวเลขหนี้มีปัญหาในเดือนเมษายน 1992 ซึ่งต่อมาได้รายงานต่อรัฐสภาพบว่า จำนวนมูลค่าหนี้มีปัญหา ประมาณ 7.99 ล้านล้านบาท เมื่อจำหน่ายหลักทรัพย์ค้ำประกันแล้ว ยังมีส่วนขาดอีก 2.56 ล้านล้านบาท พร้อมกับยืนยันว่าหนี้เสียสุทธิมีเพียง 1% ของการกู้ยืมทั้งระบบ และจะไม่ส่งผลกระทบต่อธนาคาร แต่ปรากฏว่า หนี้ของธนาคารต้องตกต่ำเรื่อย ๆ

ต่อมาเดือนตุลาคม ปี 1992 ตัวเลขที่กระทรวงการคลังเปิดเผยผลการดำเนินงาน สถาบันการเงินปรากฏว่า หนี้มีปัญหาเพิ่มเป็น 12.3 ล้านล้านเยน ส่วนขาดจากการขายหลักทรัพย์ ค่าประกันมีอยู่ถึง 4 ล้านล้านเยน และตัวเลขนี้อาจจะยังมีเพิ่มขึ้นไปอีก (ตัวเลขการซื้อ อสังหาริมทรัพย์ในระหว่างปี 1985-1990 ประมาณ 28.6 ล้านล้านเยน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมเงิน มาลงทุน การคำนวณเพื่อหาราคาที่ดินที่จะขายได้โดยอาศัยสมการพื้นฐาน ประมาณการได้ว่า ราคาที่ดินที่ซื้อขายในระหว่างปี 1985-1990 จะหายไปประมาณ 10.17 ล้านล้านเยน ซึ่งน่าเป็น ตัวเลขส่วนขาดจากการขายหลักทรัพย์ค่าประกัน)

เมื่อพิจารณาจากมูลค่าหนี้ มีปัญหาเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรของ สถาบันการเงิน ตัวเลขกำไรสุทธิของระบบธนาคารในปี 1991 จะอยู่ประมาณ 3.7 ล้านล้านเยน) ซึ่งหากใช้เครื่องของกำไรสุทธิของธนาคารมาตัดหนี้เสียดังกล่าวจะใช้เวลา 5 ปี

ในการแก้ไขหนี้มีปัญหาของสถาบันการเงินนั้น ทางกระทรวงการคลังและธนาคาร กลางให้สถาบันการเงินทั้งระบบร่วมกันรับผิดชอบ เพื่อหลีกเลี่ยงการล้มของสถาบันการเงิน ขนาดกลางย่อม ในการแก้ไขปัญหานี้มีหลักการ 3 ประการ คือ

ประการแรก ต้องรู้มูลค่านี้อย่างแน่นอน ดังนั้นต้องให้สถาบันการเงินต้อง เปิดเผยตัวเลข หากสถาบันการเงินเหล่านั้นไม่เปิดเผยตัวเลขจะไม่มีทางทราบ ในกรณีอเมริกา บังคับให้เปิดเผยตัวเลขหนี้มีปัญหา แต่ในกรณีญี่ปุ่นไม่ได้มีข้อบังคับกำหนดตัว นอกจากนั้น ยังมี ข้อถกเถียงกันในการให้คำจำกัดความของหนี้มีปัญหา สถาบันการเงินญี่ปุ่นพยายามคัดค้านการให้ เปิดเผยตัวเลขดังกล่าว แต่แนวโน้มว่าจะต้องเปิดเผยอย่างโปร่งใส และการต้องเปิดเผยตัวเลขนี้ เป็นความรับผิดชอบของธนาคารมีต่อสังคม

ประการที่สอง ผู้รับผิดชอบจะต้องรับภาระต้นทุนของการจัดการหนี้มีปัญหา ซึ่ง เกิดขึ้นระหว่างบริษัทอสังหาริมทรัพย์กับสถาบันการเงินนั่นเอง ในกรณีวิกฤตการณ์อเมริกาปี 1980 นั้น สถาบันการเงินล้มลงเนื่องจากให้กู้ยืมอสังหาริมทรัพย์ถึง 800 แห่ง สถาบันประกันเงินฝากและ เงินกู้ (FSLIC) ของอเมริกาต้องใช้เงิน 300,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐตลอดในปี 1986-1988 ต่อมาปี 1989 ได้ออกกฎหมายแก้ไขวิกฤตการณ์หรือเข้าจัดการการล้มละลาย และช่วยสถาบัน ประกันเงินฝาก กฎหมายนี้ได้ตั้งสถาบันดำเนินการขายและชำระเงินกู้เงินฝาก (RTA) ดังกล่าว ซึ่งต้องอาศัยเงินงบประมาณจากกระทรวงการคลังกับ 800 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 1992 และผ่าน RTA ถึง 404 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และจะต้องใช้เงินขายแล้วทั้งสิ้นในระหว่าง 30 ปีข้างหน้า รวมดอกเบี้ยสูงถึง 2,740 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในกรณีวิกฤตการณ์ของอังกฤษในปี 1970 เกิดมาจาก

สาเหตุอสังหาริมทรัพย์เช่นกัน ผลทำให้สถาบันการเงินขนาดกลางย่อม (Secondary Bank) ประสบวิกฤตการณ์ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อธนาคารพาณิชย์ทำให้ธนาคารอังกฤษ (BOE) ร่วมกับธนาคารขนาดใหญ่ให้เงินช่วยเหลือ 13 ล้านปอนด์ (ประมาณ 2% ของ GDP) ซึ่งธนาคารอังกฤษเห็นว่าต้นทุนครั้งนี้ยังน้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับ การปล่อยให้สถาบันการเงินทั้งระบบล้มลง

ในกรณีญี่ปุ่นครั้งนี้ ในเดือนสิงหาคม ปี 1992 กระทรวงการคลังได้ออกนโยบายการแก้ไข โดยต้องการให้ทางด้านสถาบันการเงินเข้าร่วมกันรับผิดชอบ ซึ่งสถาบันการเงินได้ร่วมกันจัดตั้งบริษัทเพื่อจัดซื้อหนี้ที่มีปัญหา แต่ต่อมาได้มีมติคณะรัฐมนตรี วันที่ 19 ธันวาคม 1995 เพื่อทำการแก้ไขบริษัทบริหารการเงินเพื่อการเคหะ ซึ่งธนาคารก่อตั้งได้ลงทุนเพื่อแก้ไขปัญหาหนี้ที่มีปัญหา แต่ต่อมาการแก้ไขดังกล่าวจำเป็นต้องได้รับการช่วยเหลือเพื่อรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน จึงได้ให้มีการจัดตั้งบริษัทจัดเก็บหนี้ Jusen ในการเข้าซื้อสินทรัพย์ของบริษัท Jusen และทำการจัดเก็บหนี้ที่มีปัญหาค้างอยู่ คาดว่าจะมีประมาณ 6.27 ล้านล้านเยน และมียอดเสียหายจากหนี้ 0.14 ล้านล้านเยน พร้อมทั้งให้สถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องยกเลิกหนี้บางส่วนและให้กู้ด้วยอัตราดอกเบี้ยต่ำ นอกจากนั้น ยังให้เงินช่วยเหลือจากรัฐบาลจากเงินงบประมาณปี 1996 บางส่วนและบริษัทจัดเก็บหนี้ให้ดำเนินการภายใต้คำแนะนำและความช่วยเหลือของสถาบันประกันเงินฝาก ซึ่งทำงานร่วมมือกับนักกฎหมายและผู้เชี่ยวชาญอสังหาริมทรัพย์ ประสานงานกับกรมอัยการและกรมตำรวจในการดำเนินงานดังกล่าว

ประการที่สาม ไม่อภัยมาตรการทางการเงินจากรัฐบาลมากเกินไป หากกระทรวงการคลังมีนโยบายลดอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ที่ดินดีขึ้น ส่วนสูญเสียจากขาดทุนการขายหลักทรัพย์จะลดลง และหนี้ธนาคารฟื้นตัวทำให้สามารถแบกรับภาระง่ายขึ้น แต่การลดดอกเบี้ยจะทำให้เกิดภาวะผู้บริโภค เงินเยนต่ำลง ราคาสินค้าสูงขึ้น ซึ่งทางรัฐบาลญี่ปุ่นจะต้องพยายามแก้ไขปัญหาโดยที่ไม่ก่อผลกระทบกระเทือนต่อภาวะของผู้บริโภค

บทสรุป

เศรษฐกิจฟองสบู่ของญี่ปุ่นนั้นเป็นบทเรียนราคาแพง ซึ่งเกิดขึ้นจากการผ่อนผันของมาตรการทางการเงิน ซึ่งทำให้มีเงินในตลาดมากเกินไป และก่อให้เกิดการนำเงินนั้นไปปล่อยกู้ในกิจการซึ่งไม่ก่อให้เกิดรายได้ ซึ่งการเกิดการขยายตัวของเศรษฐกิจดังกล่าวเป็นข้อถกเถียงระหว่างนักเศรษฐศาสตร์ด้วยกันเองว่าเป็นการเจริญเติบโตด้วยปัจจัยพื้นฐาน หรือเป็นการขยายตัวด้วยปัจจัยฟองสบู่ ทำให้การตัดสินใจในด้านนโยบายเศรษฐกิจโดยรวมมีความล่าช้าในการที่จะดำเนินมาตรการที่เหมาะสม เพื่อที่จะชะลอการเกิดการเก็งกำไร นอกจากนั้นการเปิดเสรีทางการเงิน

ก่อนที่จะได้มีการสร้างประสิทธิภาพของสถาบันการเงินในการปล่อยกู้และการขาดกฎหมายที่บังคับให้มีการเปิดเผยหนี้ที่มีปัญหาของสถาบันการเงิน และการรวบรวมสถิติดังกล่าวของทั้งระบบการเงินให้เป็นระบบอย่างโปร่งใส จึงทำให้เกิดการขาดการควบคุมกำกับสถาบันการเงินภายใต้ภาวะการเปิดเสรีทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้ง ๆ ที่เหตุการณ์ดังกล่าวนี้ได้เคยเกิดขึ้นในประเทศอังกฤษในช่วงปี 1960 และในประเทศอเมริกาในช่วงปี 1970 บทเรียนจากการแก้ไขของประเทศต่าง ๆ เองก็หลีกเลี่ยงไม่ได้ที่จะต้องให้ธนาคารกลางและกระทรวงการคลังมีความเป็นอิสระ และมีอาชีพในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจของประเทศให้ถูกต้องและสอดคล้องกับสถานการณ์ของเศรษฐกิจและการเงิน พร้อมทั้งจำเป็นจะต้องปรับปรุงประสิทธิภาพและความโปร่งใสของการบริหารของสถาบันการเงิน

ในกรณีของการแก้ไขเศรษฐกิจฟองสบู่ของญี่ปุ่นนั้น กระทรวงการคลังได้ใช้มาตรการที่สำคัญคือ กระทรวงการคลังไม่ได้เข้าไปอุ้มสถาบันการเงินโดยตรง แต่พยายามให้สถาบันการเงินทั้งระบบร่วมกันเข้ารับผิดชอบแก้ไขในภาระของแต่ละแห่งร่วมกัน และพยายามให้มีการขายสินทรัพย์ค้ำประกันออกให้เร็วที่สุด เพื่อที่จะสร้างสภาพคล่องทางการเงิน ในส่วนที่ขาดทุนนั้นได้พยายามให้มีการจัดหาเงินช่วยเหลือที่เป็นเงินกู้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำ และพยายามให้สถาบันการเงินสามารถดำเนินงานต่อไปให้มีกำไรที่จะมาชดเชยในส่วนขาดทุน ซึ่งเกิดขึ้นจากหนี้ที่มีปัญหา อย่างไรก็ตามในที่สุดรัฐบาลเองก็จำเป็นที่จะต้องเข้ามาช่วยเหลือในแง่ของการควบคุมกำกับ เพื่อให้สถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องร่วมมือ และให้เงินกู้ต่อองค์กรที่จัดตั้งขึ้นใหม่เพื่อดำเนินจุดมุ่งหมายเฉพาะในด้านดังกล่าว ปัญหาที่สำคัญที่ซ่อนเร้นอยู่ก็คือ จรรยาบรรณของสถาบันการเงินในความรับผิดชอบที่มีต่อผู้ฝากเงินและการดำเนินธุรกิจที่แสวงหากำไรทางการเงินจนก่อให้เกิดผลกระทบต่อสังคม ต่อมาเมื่อเกิดปัญหาหนี้ที่มีปัญหา สถาบันการเงินต่างไม่ต้องการที่จะให้มีการจำหน่ายสินทรัพย์ค้ำประกัน เนื่องจากจะเกิดการขาดทุนขึ้นทันที แนวโน้มในการแก้ไขการจำหน่ายสินทรัพย์ค้ำประกันนั้นจำเป็นที่จะต้องทำโดยหน่วยงานต่างหากที่ต้องเข้ามารับผิดชอบในการชำระบัญชีหนี้ที่มีปัญหา และจำเป็นจะต้องทำงานอย่างโปร่งใส มาตรการสำคัญอีกประการหนึ่งคือ มาตรการทางด้านภาษี ซึ่งช่วยให้สถาบันการเงินซึ่งมีหนี้ที่มีปัญหา สามารถตัดยอดหนี้เป็นรายจ่ายค่าเสื่อมของสถาบันการเงินได้ มาตรการที่สำคัญต่อไปก็คือการปรับปรุงระบบการเงินใหม่ให้มีความรับผิดชอบต่อผู้ฝาก โดยบังคับให้เข้าในระบบสถาบันประกันเงินฝาก ซึ่งจะสร้างเสถียรภาพต่อระบบการเงิน

บรรณานุกรม

Blanchard, O.J. and Fisher, S. **Lectures on Macroeconomics**. The MIT Press, 1989.

Noguchi Yukio. "Baburu no Keizaigaku (เศรษฐศาสตร์ฟองสบู่)."

Nihonkeizai Shimbun (1994).

Shiller, R. "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Movements in Dividends." **American Economic Review** Vol. 71, No.3 (June, 1981).

