

วารสารไทยญี่ปุ่นศึกษา ฉบับเดือนสิงหาคม 2540

ทิศทางเศรษฐกิจและการเมืองของ
ญี่ปุ่นและผลกระทบต่อไทยทางด้าน
ตลาดหลักทรัพย์*

ดร.สมจิตต์ เซอร์ชันชี **

* บทความนี้ตีพิมพ์ครั้งแรกในวารสารไทย-ญี่ปุ่นศึกษา ฉบับเดือนธันวาคม 2535 ทางบรรณาธิการได้นำมาตีพิมพ์อีกครั้ง เพื่อรวมในวารสารเล่มนี้

** อาจารย์คณะนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ทิศทางเศรษฐกิจและการเมืองของ ญี่ปุ่นและผลกระทบต่อไทยทางด้าน ตลาดหลักทรัพย์

1. ความนำ

บทความนี้เขียนเพื่อแนะนำอย่างคร่าว ๆ ถึงตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น ความเป็นมา โครงสร้างกลไก และพัฒนาการที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นเจริญขึ้นมา แม้ว่าจะเป็นเพียงบางระยะเวลาสั้น ๆ ก็ตาม จนเกือบจะข้ามหน้าตลาดหลักทรัพย์ที่ถือว่าเป็นอันดับหนึ่งของโลก คือ ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือตลาดหุ้นนิวยอร์ก (New York Stock Exchange) ซึ่งแนวโน้มนี้ได้พุ่งขึ้นอยู่ในระดับสูงสุดในปี ค.ศ. 1989 จนนักการเงินและนักเศรษฐศาสตร์ของประเทศญี่ปุ่นเองต่างก็มีความตื่นตัวและมีความผันอยู่แค่เอื้อมมาในปี ค.ศ. 1990 ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นจะเป็นหนึ่งในโลก แต่เหตุการณ์กลับพลิกผันจนตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นหรือตลาดหุ้นโตเกียว (Tokyo Stock Exchange) กลับกลายเป็นตลาดที่ผันผวนมากที่สุดและตกต่ำที่สุดตลาดหนึ่ง ผันที่จะกลายเป็นหนึ่งของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นจึงสลายไป ซึ่งต้องมาพิจารณาดูกันว่าความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นเป็นมาอย่างไร ทำไมถึงตกต่ำและแนวโน้มในอนาคตจะเป็นอย่างไร โดยอาศัยการพิจารณาจากสภาพแวดล้อม ซึ่งเป็นองค์ประกอบที่ปรากฏอยู่

2. ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นก่อนความผันผวนอันรุ่งโรจน์

ญี่ปุ่นมีกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ (The Stock Exchange Ordinance) มาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1878 ซึ่งเป็นยุคฟื้นฟูสมัยเมจิ และก็เริ่มมีการจัดตั้งองค์กรที่เกี่ยวข้อง เช่น บริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งเริ่มทำการค้าหลักทรัพย์ อันได้แก่หุ้นและหุ้นกู้อย่างจริงจังขึ้นในปี ค.ศ. 1890 ส่วนใหญ่หลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายก็เป็นหุ้นและหุ้นกู้ของกลุ่มผูกขาดในทางอุตสาหกรรมและธุรกิจ (Zaibatsu) ซึ่งไม่มีอะไรเกี่ยวข้องไปถึงประโยชน์ของประชาชนโดยทั่วไป จนถึงญี่ปุ่นแพ้สงครามในปี ค.ศ. 1945

ช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 นั้นกองกำลังพันธมิตรซึ่งตั้งอยู่ในประเทศญี่ปุ่น โดยมีสหรัฐอเมริกาเป็นผู้นำ ได้สั่งให้ปิดตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นจนกว่าจะได้มีการแก้ไขกฎหมายต่าง ๆ เช่น กฎหมายบริษัท และกฎหมายหลักทรัพย์เพื่อให้เกิดระบบธุรกิจเสรีไม่ผูกขาดอยู่เฉพาะ

กลุ่มธุรกิจที่มีอิทธิพลเท่านั้น ญี่ปุ่นได้ถูกบังคับให้ทำการแก้ไขกฎหมายบริษัท และกฎหมายหลักทรัพย์ตามแบบอย่างของสหรัฐอเมริกาในปี 1948 และได้รับอนุญาตให้เปิดตลาดหลักทรัพย์ทำการซื้อขายได้อีกในปี 1949 โดยมีเงื่อนไขสำคัญคือ ประการแรก จะต้องมีการบันทึกการซื้อขายตามลำดับ ประการที่สองคือ ต้องทำการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นทางการเท่านั้น และอีกประการหนึ่งที่สำคัญคือ ห้ามทำการซื้อขายหลักทรัพย์ล่วงหน้า ประกอบกับในช่วงนั้นกองกำลังพันธมิตรก็คือ อเมริกานั้นเอง ได้ทำการผ่าตัดกลุ่มอุตสาหกรรมและธุรกิจอิทธิพลต่าง ๆ โดยบังคับให้กลุ่มบริษัทเหล่านี้ซึ่งถือหุ้นกันเองในกรอบด้วย อันได้แก่ กลุ่มมิซูบิชิ ซูมิโตโมะ อีเคตะ ฯลฯ ขายหุ้นของตัวเองให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป กองกำลังพันธมิตรได้ใช้บรรทุกจำนวนมาก บรรทุกหุ้นของกลุ่มธุรกิจเหล่านี้ไปขายให้แก่คนทั่วไป ซึ่งคนทั่วไปนั้นเป็นครั้งแรกที่ไม่รู้ว่าหุ้นจะมีประโยชน์อะไรก็เข้ามาซื้อไว้เป็นจำนวนมาก ในปี ค.ศ. 1950 ได้เกิดสงครามเกาหลี ซึ่งต่อมาญี่ปุ่นก็เข้าสู่อุตสาหกรรมการผลิตต่าง ๆ เพื่อผลิตสิ่งต่าง ๆ สนับสนุนสงครามในช่วงนั้น และก็นับเป็นครั้งแรกที่ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นได้เกิดการบูมขึ้นมาในช่วงปี 1955 ถึง 1961 การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงนี้ก็มีทั้งหุ้นและหุ้นกู้ และก็มี การบูมไปทุกตลาดหลักทรัพย์ที่มีในขณะนั้น จนต้องมีการเปิดหุ้นกระดานที่สองขึ้นในตลาดสำคัญ ๆ ขึ้น

แต่ในช่วงปี 1961-1968 ตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นก็แย่ลงเพราะเกิดเศรษฐกิจตกต่ำเนื่องจากการจำกัดสินเชื่อ ในช่วงนี้ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นยักษ์ใหญ่หนึ่งในสี่ขณะนี้ คือ ยามาอิชิ (Yamaichi) ล้มละลาย จนธนาคารชาติของญี่ปุ่นต้องเข้ามาช่วยฟื้นฟูและได้มีการแก้ไขกฎหมายเกี่ยวกับการกองทุนรวมใหม่เพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนทั่วไปให้ดีขึ้น รวมทั้งยังได้ทำการนำเอาระบบการขออนุญาตมาใช้แทนระบบการจดทะเบียน และปรับปรุงกฎหมายเกี่ยวกับผู้สอบบัญชีรับอนุญาตให้ได้มาตรฐานมากขึ้นอีกด้วย ซึ่งต่อมาตลาดก็ค่อย ๆ กระเตื้องขึ้นและเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว

ในช่วงปี ค.ศ. 1973-1978 ญี่ปุ่นต้องรัดเข็มขัดเพราะเกิดวิกฤตการณ์น้ำมันขึ้น ในช่วงนี้ตลาดหลักทรัพย์ก็แย่ลงในช่วงต้น ๆ พอช่วงปลายกลับบูมขึ้นมามากในช่วงปี ค.ศ. 1977-1978

ในช่วงปี 1979-1984 เกิดมีการเปลี่ยนแปลงหลายประการในด้านการเปิดตลาดเงินเสรีของญี่ปุ่นและต้องมีการแก้ไขกฎหมายธนาคารพาณิชย์ อนุญาตให้ธนาคารสามารถทำธุรกิจอันเกี่ยวกับพันธบัตรรัฐบาลได้ในช่วงปี ค.ศ. 1983 ถึง 1984 จึงเกิดการบูมในเรื่องของหุ้นกู้แปลงสภาพขึ้น ทั้งในตลาดญี่ปุ่นเองและต่างประเทศด้วย

3. ตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นในยุคแห่งความรุ่งโรจน์

ในช่วงปี 1955-1988 ได้มีการพยายามส่งเสริมให้ตลาดเงินและตลาดทุนเป็นตลาดเสรีและเป็นนานาชาติมากขึ้น โดยมีการรับสมาชิกตลาดหุ้นโตเกียวที่เป็นบริษัทต่างประเทศเข้ามาถึง 16 ราย ในปี 1986 ได้มีการแก้ไขกฎหมายหลักทรัพย์ โดยมีการเปิดตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ล่วงหน้าขึ้นในปี 1988 และควบคุมเกี่ยวกับเรื่องการค้าหลักทรัพย์โดยคนวงในให้เข้มงวดขึ้น รวมทั้งได้มีการซื้อขาย Tokyo stock price index (TOPIX) futures ในตลาดหุ้นโตเกียวและ Nikkei 225 stock index futures ในตลาดหุ้นโอซาก้าขึ้น

หลังจากนั้น ในปี 1989 ก็ได้มีการรับสมาชิกตลาดเพิ่มขึ้นมีจำนวนถึง 124 ราย โดยมีจำนวนบริษัทหลักทรัพย์ต่างประเทศอยู่ถึง 25 ราย ในปี 1990 นั้นก็ยังได้มีการประชุมร่วมกันระหว่าง Securities Bureau ของญี่ปุ่น SEC ของอเมริกาและ SIB ของอังกฤษเพื่อแลกเปลี่ยนความเห็นเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์กันซึ่งเป็นการทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นก้าวเข้าสู่ความเป็นนานาชาติ (internationalization) เต็มตัวได้ต่อไป

ปกติแล้วตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นนั้นจะเคลื่อนไหวตามตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอเมริกาอยู่ตลอดมา คือตลาดหุ้นนิวยอร์กคราคาเปลี่ยนแปลงตลาดหุ้นโตเกียวก็จะเปลี่ยนแปลงตามด้วย แต่ปรากฏการณ์ดังกล่าวนี้ได้เปลี่ยนแปลงไปหลังจากที่ตลาดหุ้นนิวยอร์กเกิดวิกฤตการณ์ “แบล็กมันเดย์” การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โตเกียวของผู้ลงทุนจะมีพฤติกรรมที่ไม่เป็นไปตามตลาดหุ้นนิวยอร์กอีกต่อไป โดยมีการวิเคราะห์กันว่า ตลาดหุ้นโตเกียวน่าจะเป็นผู้นำมากกว่าผู้ตามตลาดหุ้นนิวยอร์กดังที่เป็นมา ดังจะเห็นได้จากตลาดหุ้นโตเกียวได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วหลัง “แบล็กมันเดย์” ในขณะที่ตลาดหุ้นนิวยอร์กยังซบเซาอยู่

ช่วงหลังจาก ‘แบล็กมันเดย์’ นั้น ญี่ปุ่นได้ทำการยกเลิกการยกเว้นการเก็บภาษีเงินฝากประจำไม่เกิน 3,000,000 เยน ซึ่งผู้ฝากเงินรายย่อยฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์ เงินก้อนนี้มีจำนวนถึง 290 ล้านล้านเยน หรือ 2.1 ล้านล้านดอลลาร์ เมื่อถูกเก็บภาษีเงินจำนวนนี้จึงต้องมีการนำไปลงทุนใหม่ในลักษณะอื่น นั่นก็คือเข้าไปในตลาดหลักทรัพย์นั่นเอง

ตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นนั้น ในปัจจุบันมีอยู่ 8 ตลาดด้วยกันคือ ตลาดซัปโปโร ตลาดนิงาตะ ตลาดนาโงยา ตลาดโตเกียว ตลาดเกียวโต ตลาดโอซาก้า ตลาดฟูกูโอกะ และตลาดฮิโรชิมะ แต่ตลาดโตเกียวนั้นมีปริมาณการซื้อขายมากถึงเกือบ 90 เปอร์เซนต์ จึงเกือบจะพิจารณา

ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นก็คือตลาดหลักทรัพย์โตเกียว ซึ่งก็คงเหมือนกับตลาดหลักทรัพย์ของอเมริกานั้นก็คือตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กนั่นเอง

4. ปัจจัยการบูมบางประการของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น

หลังจาก ‘แบล็กมันเดย์’ ในเดือนตุลาคม ค.ศ. 1987 ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วและในปลายปี ค.ศ. 1989 ดัชนีนิคเคอิ (Nikkei Average Index) ก็ได้พุ่งขึ้นสูงสุดจนเกือบจะถึง 40,000 จุด และทุกคนที่เกี่ยวข้องก็คาดกันว่าดัชนีนี้จะขึ้นทะลุถึง 50,000 จุดภายในปี ค.ศ. 1990 ในช่วงเพียงไม่ถึงทศวรรษราคาตลาดได้ขึ้นไปถึงเกือบ 600 เปอร์เซ็นต์ และก็ไม่มีแนวโน้มว่าจะลดลง เมื่อวิเคราะห์ดูในช่วงก่อน ‘แบล็กมันเดย์’ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดโตเกียวนั้นมีปริมาณมากกว่าของตลาดนิวยอร์ก

ถ้ามีผู้ถามว่าทำไมถึงเป็นเช่นนั้น ก็อาจจะมีผู้เชี่ยวชาญที่เกี่ยวข้องตอบว่าเพราะเศรษฐกิจญี่ปุ่นดี เงินเยนแข็ง อัตราดอกเบี้ยต่ำ การเมืองมั่นคงและอะไรอื่น ๆ อีกทำนองเดียวกันซึ่งมีผลทำให้เกิดแนวโน้มในเชิงบวกต่อตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่น แต่องค์ประกอบดังกล่าวเหล่านี้ก็คงเป็นตัวหลักที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นมีความนิยมทั้งภายในและภายนอกประเทศ

นอกจากปัจจัยดังกล่าวเหล่านี้แล้ว ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นนั้นก็มีลักษณะพิเศษ ปกติการถือหุ้นในบริษัทธุรกิจของประเทศญี่ปุ่นนั้น ส่วนใหญ่จะถือกันเองในหมู่บริษัทในเครือและบริษัทที่เกี่ยวข้องซึ่งการเปลี่ยนแปลงในหุ้นจะมีไม่มาก อัตราส่วนการถือหุ้นของบุคคลธรรมดาไม่นับน้อย และมีแนวโน้มจะลดต่ำลงเรื่อย ๆ ในระยะหลังนี้อัตราการถือหุ้นของบุคคลธรรมดาไม่ถึง 25 เปอร์เซ็นต์ นอกจากนี้แล้วบริษัทในประเทศญี่ปุ่นส่วนใหญ่จะมีความรู้สึกกันว่าผู้ที่เป็นเจ้าของบริษัทคือผู้บริหารและพนักงานบริษัทไม่ใช่ผู้ถือหุ้น การเคลื่อนไหวของหุ้นในตลาดญี่ปุ่นจึงไม่น่าจะมีมากและผู้ถือหุ้นเองก็ไม่ค่อยสนใจเกี่ยวกับการบริการของบริษัทมากนัก เพราะการประชุมผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ ผู้ถือหุ้นจะไม่ไปร่วมหรือใช้ใบมอบฉันทะแทนในตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นนั้นก็มีกลุ่มโบรกเกอร์ที่มีส่วนช่วยให้ตลาดคึกคัก โดยกลุ่มโบรกเกอร์ในตลาดของญี่ปุ่นรู้จักกันในนามของ ‘สี่ยักษ์ใหญ่’ (Big Four) ซึ่งก็ได้แก่ บริษัทหลักทรัพย์สี่บริษัทคือ โนมูระ ไดวะ นิกโก้ และ ยามาดะ ซึ่งก็เป็นที่ยอมรับว่าเป็นกลุ่มโบรกเกอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก กลุ่มนี้มีส่วนในการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในตลาดโตเกียวถึงประมาณ 50 เปอร์เซ็นต์ กลุ่มดังกล่าวจะพยายามทำให้ตลาดคึกคักอยู่เสมอ ส่งเสริมให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นตลอดเวลาโดยมีการแนะนำสินค้าใหม่ ๆ ของบริษัทต่าง ๆ อยู่ตลอดเวลาโดยใช้สื่อสารมวลชนให้เป็นประโยชน์ด้วย โบรกเกอร์ยักษ์ใหญ่สี่บริษัทนี้เป็นสิ่งที่ขาดไม่ได้ในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นเพราะเป็น

ตัวที่รู้จักตลาดดี สามารถช่วยให้บริษัทธุรกิจระดมทุนได้สะดวกโดยช่วยทำวิจัยในด้านต่าง ๆ ให้และขณะเดียวกันก็เป็นตัวทำให้เกิดสภาพคล่องสูงขึ้นในตลาด แม้ว่าลักษณะของการถือครองหลักทรัพย์ประเภทหุ้นในบริษัทธุรกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะไม่เคลื่อนไหวเนื่องจากลักษณะการถือครองของหุ้นดังที่กล่าวมาก็ตาม ผู้ลงทุนโดยทั่วไปจะมีความมั่นใจในกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ยักษ์ใหญ่นี้ เมื่อราคาหลักทรัพย์เกิดความไม่แน่นอนเสียใหญ่ๆ ก็สามารถเข้ามามีส่วนร่วมในการช่วยพยุงราคาอีกด้วย บริษัทหลักทรัพย์ยักษ์ใหญ่นั้นยังมีความสัมพันธ์อันใกล้ชิดกับหน่วยงานของทางการ ซึ่งควบคุมดูแลบริษัทหลักทรัพย์และองค์กรที่เกี่ยวข้องต่าง ๆ รวมทั้งสถาบันการเงินอื่น ๆ อีกด้วย บางครั้งนักการเมืองเองก็อาศัยตลาดหลักทรัพย์เป็นที่หาเงินทุนอุดหนุนพรรคและก็อาจจะเป็นสาเหตุหนึ่งที่มีเมื่อมีการเก็บภาษีจากกำไรที่ขายหลักทรัพย์ (capital gains tax) จึงเก็บกันต่ำมาก คือแค่ 1 เปอร์เซ็นต์เท่านั้น

คนญี่ปุ่นและบริษัทญี่ปุ่นมีเงินออมมาก คนญี่ปุ่นนั้นจัดได้ว่าเป็นชนชาติที่ขี้นีียวและวางแผนการออมของเขาเป็นอย่างดี ทุกคนเมื่อทำงานแล้วก็จะเริ่มออมไว้แต่งงานเมื่อแต่งงานแล้วก็จะออมไว้เลี้ยงดูและให้การศึกษาบุตร ตลอดจนวางแผนไว้เมื่อตนชราอีกด้วย ดังนั้นเงินออมเหล่านี้จึงถูกนำไปลงทุนในรูปต่าง ๆ ปกติก็อาจจะฝากกับสถาบันการเงินและลงทุนในกองทุนบ้าง การที่จะไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ คือ ซื้อที่และบ้านนั้น คนชั้นกลางญี่ปุ่นปกติเกือบจะทำได้ไม่เลยเพราะราคาที่ดินแพงมาก การฝากเงินในธนาคารดอกเบี้ยก็มีแนวโน้มลดลง แม้จะมีการขึ้นดอกเบี้ยในบางช่วงก็อยู่ได้ไม่นาน ดังนั้นเงินของบรรดาแม่บ้าน ผู้เกษียณอายุจากงานก็ค่อย ๆ หายเข้าไปในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นทุกทีโดยเฉพาะในช่วงตลาดบูม หนังสือเกี่ยวกับการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีการพิมพ์ออกมาโดยมีเป้าอยู่ที่แม่บ้านญี่ปุ่นและขายดีมาก

ส่วนบริษัทผู้ผลิตหรือดำเนินธุรกิจอื่นนั้น ในช่วงทศวรรษ ค.ศ. 1980 มีเงินกำไรสะสมมากขึ้นเพราะอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูง การขยายกิจการน้อยลงโครงสร้างของบริษัทระหว่างทุนกับหนี้ (debt equity ratio) ซึ่งเคยมีหนี้ท่วมทับกับมีกำไรที่สะสมไว้มากกว่าบริษัทเหล่านี้ก็จะนำเงินเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์จำนวนมาก และก็ปรากฏว่าในช่วงตลาดบูมบริษัทส่วนใหญ่ของญี่ปุ่นไม่ได้ทำอะไร ส่วนใหญ่จากการดำเนินธุรกิจหลักหรือให้บริการของตน กลับกลายเป็นกำไรของบริษัทส่วนใหญ่ได้มาจากการซื้อขายหลักทรัพย์แทน

สิ่งที่กล่าวมาก็เป็นปัจจัยบางประการที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นนั้นมีปริมาณการซื้อขายและราคาพุ่งขึ้นอย่างมาก ในช่วงก่อน “แบล็กมันเดย์” ในปี ค.ศ. 1987 และหลัง “แบล็กมันเดย์” ถึงปลายปี 1989

5. ฝันสลาย

แต่แล้วในขณะที่ทุกคนกำลังเพลิดเพลินกับการทำกำไรในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น ไม่ว่าคนญี่ปุ่นเองหรือคนต่างชาติก็ตาม ในช่วงต้นปี ค.ศ. 1990 ตลาดหลักทรัพย์ก็ซึกอ่อนตัวลงเรื่อย ๆ สภาพการณ์ที่ว่าจับตัวไหนเป็นเงินเป็นทองไปหมดเปลี่ยนไป จับแล้วกลับแน่นิ่ง หรือสภาพการขาดทุนเริ่มเข้ามาแทนที่ และเผชิญเกิดวิกฤตการณ์สงครามอ่าวเปอร์เซียเข้ามาอีก ถึงขนาดที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นเกือบหมดสภาพไปทีเดียว โดยดัชนีซึ่งผู้เกี่ยวข้องคาดว่าจะทะลุถึง 50,000 จุดนั้น ได้ลดต่ำจากเดิมที่ขึ้นไปเกือบถึง 40,000 จุด มาเป็นช่วงแรกเกือบ 20,000 จุด ซึ่งนักวิชาการที่เกี่ยวข้องถึงกับมีการจัดอภิปรายกันขนานใหญ่เพื่อแก้ไขสถานการณ์ เพราะทุกคนคิดว่าถ้าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดต่ำกว่า 20,000 จุด แล้วละก็เศรษฐกิจประเทศญี่ปุ่นก็คงจะล่มสลายเป็นแน่ แต่แล้วในที่สุดดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ก็ได้ลดต่ำกว่า 20,000 จุดลงมา ในช่วงแรก ๆ ก็มี การพยายามเข้ามาพยุงกันไว้อย่างเต็มที่เพราะกลัวเศรษฐกิจพัง แต่หนัก ๆ เข้าไม่ไหวจึงพากันปล่อย และดัชนีก็ได้ลดลงมาจนถึงระดับ 15,000 จุด และต่ำกว่าระดับ 15,000 จุด เมื่อตอนต้นเดือนสิงหาคม ค.ศ. 1992 นี่เอง ซึ่งนับว่าต่ำมากในช่วงเกือบ 10 ปี ของตลาดและลดลงมากกว่า 50% แต่เศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่นก็ยังอยู่ได้

สาเหตุก็คงมีหลาย ๆ ประการที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่นเป็นอย่างนี้ สงครามอ่าวเปอร์เซียที่ส่งผลกระทบไปทั่วโลก แต่หลังจากนั้นก็ได้ฟื้นตัวกัน โดยเฉพาะในด้านตลาดหลักทรัพย์ ประเทศไทยเองก็ฟื้นตัวได้ดี เพียงแต่มีเรื่องกระทบซ้ำเติมเข้ามา ตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นเองก็ทำท่าจะดี แต่แล้วก็พังพาลงไปอีก สาเหตุสำคัญก็คงจะมาจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นเอง ปัจจัยสำคัญ ๆ ก็น่าจะเนื่องมาจากปัจจัยที่ทำให้ตลาดเป็นที่นิยมนั่นเอง โดยเฉพาะผู้มีบทบาทในธุรกิจหลักทรัพย์ และก็อาจจะเป็นไปได้ในเรื่องเกี่ยวกับนักลงทุนที่หมดศรัทธา ในตลาดประกอบกับกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ยังไม่มีประสิทธิภาพเพียงพอ เป็นต้น

ที่จริงแล้วตลาดของประเทศญี่ปุ่นนั้นการเติบโตเป็นไปเหมือนกับการเป่าลูกโป่งพองโตขึ้นเรื่อย ๆ ข้างในมีแต่ลม จะแตกเมื่อไหร่ก็ไม่รู้ และก่อนที่จะเกิดสถานการณ์เช่นนี้ก็มีการเข้ามาเตือนของผู้ที่เกี่ยวข้องบางกลุ่มแล้ว แต่ทุกคนกำลังเพลิดเพลินกับกำไรที่ได้อยู่จึงไม่มี

ไครฟิง ในช่วงก่อน ‘แบล็กมันเดย์’ ก็มีคดีอันนี้อีก คือ คดีรีครูท คอสโมส ซึ่งเป็นคดีเกี่ยวกับการที่นักการเมืองระดับสูงจำนวนมากได้หุ้นก่อนเข้าตลาดโอทีซี (OTC) ของบริษัทรีครูท คอสโมส ในราคาตามมูลค่าที่จดทะเบียนไว้ หลังจากหุ้นของบริษัทดังกล่าวเข้ามาจดทะเบียนในตลาดโอทีซี และราคาสูงขึ้น ผู้ที่ได้หุ้นในราคาต่ำกว่าก่อนเข้าตลาดโอทีซีต่างก็ขายทำกำไรกันคนละจำนวนมาก ๆ สาเหตุนี้ทำให้ผู้ลงทุนทั่วไปต่างชักจะลังเลที่จะเข้าตลาดเพราะกลัวถูกหลอก

นอกจากนี้ บริษัทหลักทรัพย์ยักษ์ใหญ่เองก็ได้ดำเนินธุรกิจเพื่อเอาใจลูกค้ารายใหญ่ รวมทั้งมีการร่วมมือกับแก๊งอันธพาล ทำให้ถึงกับผู้บริหารต้องลาออก และมีการแก้ไขกฎหมายควบคุมกันเพิ่มขึ้น ไม่ว่าในการเพิ่มประสิทธิภาพในการควบคุมขององค์กร และเรื่อง การเปิดเผยข้อมูลและการถือหุ้นในปริมาณมาก เป็นต้น ในประเทศญี่ปุ่นนั้นบทบาทของกองทุนรวมต่อการพัฒนาตลาดหลักทรัพย์มีมาก ซึ่งแต่อดีตมาโดยเฉพาะในช่วงปี ค.ศ. 1981-89 เงินจากผู้ลงทุนรายย่อยได้ไหลเข้าไปสู่กองทุนถึง 57 ล้านล้านเยน สูงกว่าเดิมถึง 8 เท่า และช่วงดังกล่าวมีกองทุนให้เลือกถึง 3,000 กองทีเดียว แต่หลังจาก ปี ค.ศ. 1989 กองทุนเหล่านี้ก็ได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน เพราะยักษ์ใหญ่นั้นเข้ามามีส่วนคุมตลาดไว้ถึง 3/4 ของบรรดาบริษัทจัดการกองทุนในประเทศญี่ปุ่นซึ่งมีอยู่ประมาณ 15 บริษัท เมื่อตัวยักษ์ใหญ่ถูกกระทบ กองทุนเหล่านี้ก็มีสภาพเช่นเดียวกัน

อาจจะกล่าวได้ว่าผลของการอ่อนตัวลงของตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นนี้ก็มาจากสาเหตุของตัวตลาดญี่ปุ่นนั่นเอง โดยสัดส่วนของการเข้ามามีส่วนร่วมในตลาดของยักษ์ใหญ่ บริษัทหลักทรัพย์มีสูงเกินไป เมื่อตัวยักษ์ใหญ่ถูกผลกระทบก็หมดสภาพลง นอกจากนี้เรื่องของ การถือครองหุ้นในลักษณะบริษัทในเครือเช่นกันสวนทางกับการเจริญเติบโตของการซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศญี่ปุ่น ในขณะที่การซื้อขายหุ้นมีมากแต่การกระจายหุ้นของบริษัทในตลาดกลับมีน้อย และก็ยังมัวปัจจัยในเรื่องที่หน่วยงานควบคุมของรัฐไม่สามารถแยกแยะออกจากผู้ถูกควบคุมได้เด็ดขาด ในประเทศ ญี่ปุ่นนั้นเพื่อความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ เอกชนกับรัฐจะพยายามร่วมมือกันส่งเสริม ในธุรกิจเช่นเดียวกัน แต่เมื่อผลประโยชน์เข้ามาเกี่ยวข้อง การควบคุมจึงไม่มีประสิทธิภาพ และคนขาดศรัทธาในที่สุด

6. ทิศทางในอนาคต

จากบทเรียนที่ตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นได้รับและนักลงทุนที่เข้ามามีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดแห่งนี้ได้รับ ทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องไม่ว่าหน่วยงานที่มีหน้าที่ควบคุมอันได้แก่ องค์กรของรัฐ ผู้ดำเนินกิจการในด้านธุรกิจหลักทรัพย์ และแม้ตัวนักลงทุนเองเริ่มจะฉลาดขึ้น การลงทุนของ

นักลงทุนที่ชะลอตัวลงในตลาดญี่ปุ่นคิดว่าคงจะไม่ใช้ตลอดไป สำหรับเรื่องการอ่อนตัวลงของตลาดนั้น ในจุดนี้ ถ้าเทียบกับระบบเศรษฐกิจของประเทศญี่ปุ่นที่พัฒนามาก็คงจะอยู่ในระดับที่ต่ำสุดหรือเกือบจะต่ำสุดแล้ว เมื่อต่ำสุดทางที่จะไปก็คงมีทางเดียวนั่นก็คือสูงขึ้นตามธรรมชาติของตลาดหลักทรัพย์ ที่เมื่อสูงสุดก็มีต่ำสุดแล้วก็เติบโตไปและสูงกว่าที่เคยสูงมาแล้ว ถ้าประเทศนั้นไม่ล่มสลายไปเสียก่อน

ประกอบกับในระบบญี่ปุ่นเองก็ได้มีการปรับตัวองค์กรควบคุมให้แยกมาทำหน้าที่ได้คล่องตัวขึ้นกว่าเดิม แม้จะสังกัดอยู่ในกระทรวงการคลังเหมือนดังที่เป็นมาก็ตาม สิ่งที่ไม่เคยถือว่าชั่วร้าย เช่น การค้าหลักทรัพย์โดยคนวงใน (insider trading) ก็ชักจะปรากฏความชั่วร้ายขึ้นและมีกฎหมายออกมาควบคุม แม้ว่าการพัฒนาในทางด้านกฎหมายถ้าเทียบกับตลาดที่พัฒนาอย่างของอเมริกาแล้วจะยังตามหลังอเมริกาอยู่ก็ตาม การปรับตัวตามสภาพและประเพณีที่มีลักษณะเฉพาะของตลาดญี่ปุ่นก็คงจะทำให้ตลาดปรับปรุงดีขึ้นในด้านความมั่นคง และคงจะกลับมาเป็นคู่แข่งกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กของอเมริกาได้ในอนาคตอย่างแน่นอน

บรรณานุกรม

- 1) Japan Securities Research Institute. **Capital Markets and Financial Services in Japan.**
- 2) Japan Securities Research Institute. **Securities Market in Japan 1992**
- 3) Katsuro Kanzaki. Shoken Torihiki Ho. **Securities Law**
- 4) Regulation and Practice. Toru Matsumoto. **Japanese Stocks.**