

คอลัมน์ “เศรษฐกิจพรรคหน้าพระจันทร์”

นิตยสาร Corporate Thailand ฉบับเดือนกรกฎาคม 2540

## เศรษฐกิจฟองสบู่

รังสรรค์ ณะพรพันธุ์

ทุกวันนี้บุคคลในวงการต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นนักธุรกิจ นักการเงิน นักวิชาการ และนักหนังสือพิมพ์ พวกเขากล่าวถึงการแตกสลายของภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ (Bubble Economy) อันนำมาซึ่งความถดถอยทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน

คำถามพื้นฐานมีอยู่ว่า ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ก่อเกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจไทยได้อย่างไร และอะไรเป็นเหตุปัจจัยอันนำมาซึ่งการแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่ในเวลาต่อมา

ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่เป็นสภาวะการณ์ที่ราคาสินทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นหลักทรัพย์ และอสังหาริมทรัพย์ ถูกผลักดันให้สูงกว่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เป็นจริง

ผมใคร่ขอเสนอคำอธิบายว่า ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ในระบบเศรษฐกิจไทย มีสาเหตุปฐมฐานจากปัจจัยภายนอกประเทศ และเกิดขึ้นในตลาดที่ดินก่อนตลาดหลักทรัพย์ โดยที่มีการเชื่อมโยงระหว่างตลาดทั้งสอง

ความคึกคักในตลาดที่ดินเริ่มปรากฏหลังปี 2528 โดยมีเหตุปัจจัยจากความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจในประเทศญี่ปุ่น ซึ่งมีการเติบโตในระดับสูงในช่วงปลายทศวรรษ 2520 ต่อเนื่องไปถึงต้นทศวรรษ 2530 ความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจก่อให้เกิดส่วนเกินทางเศรษฐกิจจำนวนมาก ส่วนเกินทางเศรษฐกิจเหล่านี้ถูกใช้ไปในการลงทุนต่างประเทศ ส่วนหนึ่งใช้ไปในการเก็งกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ อสังหาริมทรัพย์ และศิลปวัตถุ ทั้งในต่างประเทศและภายในประเทศญี่ปุ่นนั่นเอง

ประชาชนชาวญี่ปุ่นเสพสุขจากความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจ การท่องเที่ยวและเล่นกอล์ฟในต่างประเทศกลายเป็นแบบแผนการดำรงชีวิตของชาวญี่ปุ่นจำนวนมาก แบบแผนการใช้ชีวิตดังกล่าวนี้ได้เพิ่งปรากฏในยุคที่เศรษฐกิจฟองสบู่เฟื่องฟูไม่ ภาพชาวนาญี่ปุ่นออกไปท่องเที่ยวในญี่ปุ่นปรากฏตั้งแต่ทศวรรษ 2510 ภาพนักธุรกิจและพนักงานระดับสูงของบริษัทญี่ปุ่นบินไปเล่นกอล์ฟในไต้หวันและเกาหลีใต้ในวันสุดสัปดาห์มีมาแต่ทศวรรษ 2520 เศรษฐกิจฟองสบู่

เพียงแต่ทำให้แบบแผนการดำรงชีวิตเช่นนี้ขยายตัว พนักงานระดับล่างและสตรีญี่ปุ่นซึ่งไม่เคยเล่นกอล์ฟ เริ่มเล่นกอล์ฟ การออกไปเล่นกอล์ฟในต่างประเทศในวันสุดสัปดาห์ขยายพรมแดนไปสู่เอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ในไม่ช้า ประเทศต่างๆที่อยู่ริมขอบสมุทรแปซิฟิกกลายเป็นสถานที่ท่องเที่ยวและพักผ่อนของชาวญี่ปุ่น สถานตากอากาศ (resort) รวมทั้งสนามกอล์ฟผุดขึ้นในประเทศเหล่านี้เพื่อต้อนรับลูกค้าจากแดนอาทิตย์อุทัย

หลังปี 2528 การกว้านซื้อที่ดินเพื่อสร้างรีสอร์ทและสนามกอล์ฟในประเทศไทยปรากฏอย่างแพร่หลาย ในขั้นแรกเพื่อสนองตอบความต้องการของนักท่องเที่ยวชาวญี่ปุ่น และสนองตอบชนชั้นกลางและชนชั้นสูงชาวไทย ในเวลาต่อมา เมื่อระบบเศรษฐกิจไทยก้าวเข้าสู่ยุคทองของการจำเริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งระหว่างปี 2531-2533 ความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจภายในประเทศผลักดันให้มีความต้องการรีสอร์ทและสนามกอล์ฟเพิ่มขึ้น อันเป็นปัจจัยสำคัญที่เร่งการซื้อชายที่ดินเพื่อเก็งกำไร ความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจทำให้กลุ่มชนที่มีฐานะดีมองหา ‘บ้านที่สอง’ ในชนบทและเมืองชายทะเลสำหรับการพักผ่อน โดยที่พฤติกรรมดังกล่าวนี้ขยายไปสู่ชนชั้นกลางในเวลาต่อมา ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ ซึ่งเริ่มจากปัจจัยภายนอกประเทศขยายตัวด้วยปัจจัยภายในประเทศ

ปัจจัยภายนอกประเทศมีส่วนสำคัญในการสร้างภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ในตลาดหลักทรัพย์ด้วย ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะชบเซาเป็นระยะเวลายาวนานภายหลังวิกฤติการณ์ราชาเงินทุนปี 2522 แต่กลับฟื้นตัวหลังปี 2530 ส่วนสำคัญเป็นเพราะการโยกย้ายเงินทุนระหว่างประเทศจากกลุ่มสมุทรแอตแลนติกมาสู่กลุ่มสมุทรแปซิฟิก วิกฤติการณ์ตลาดหลักทรัพย์ Wall Street เดือนตุลาคม 2530 ซึ่งรู้จักกันในนาม Black Monday ก่อให้เกิดการโยกย้ายเงินทุนระหว่างประเทศดังกล่าวนี้ ในเมื่อ Wall Street ไม่สามารถให้ผลตอบแทนในการเก็งกำไรซื้อขายหลักทรัพย์ เงินทุนโยกย้ายไปสู่ญี่ปุ่น ซึ่งภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่กำลังเบ่งบาน รวมทั้งตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ ในเอเชียแปซิฟิกด้วย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก้าวเข้าสู่ยุคทองหลังเหตุการณ์ Black Monday ในตลาดหลักทรัพย์ Wall Street อาการเบ่งบานปรากฏมาก่อนแล้ว เมื่อส่วนเกินทางเศรษฐกิจจากการเก็งกำไรซื้อชายที่ดินถูกผันไปใช้ในการปั่นหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อตลาดหลักทรัพย์รุ่งเรือง เนื่องจากการเก็งกำไรจากเงินทุนที่ไหลเข้าจากต่างประเทศ ส่วนเกินทางเศรษฐกิจจากการเก็งกำไรซื้อชายหลักทรัพย์ก็ถูกผันไปปั่นราคาที่ดินเชกเช่นเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์กับตลาดที่ดินจึงเชื่อมต่อกันอย่างแน่นแฟ้น ราคาที่ดินถูกปั่นจนเกินเลยระดับที่แสดงถึงผลิตภาพทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของที่ดินนั้น เช่นเดียวกับราคาหลักทรัพย์ที่ถูก

ปัจจุบันเกินเลยระดับที่สะท้อนฐานะทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้น ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ (Bubble Economy) จึงถูกสร้างขึ้นและอัดลมจนเป่งบาน

ตลอดระยะเวลาที่เศรษฐกิจฟองสบู่เฟื่องฟู รัฐบาลและหน่วยงานของรัฐมิได้คิดยับยั้งการอัดลมเข้าไปในเศรษฐกิจฟองสบู่ ส่วนหนึ่งเป็นเพราะรัฐบาลมีอายุสั้น มิติด้านเวลาอันเป็นพื้นฐานของการคาดการณ์จึงเป็นมิติระยะสั้น การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเป็นผลจากการคาดการณ์ระยะสั้นดังกล่าวนี้ ด้วยเหตุดังนี้ จึงไม่มีผู้นำคนใดสนใจว่าเมื่อเศรษฐกิจฟองสบู่แตกสลาย จะก่อให้เกิดผลกระทบทางเศรษฐกิจอะไรบ้าง รัฐบาลทุกชุดล้วนมีการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจฟองสบู่จะแตกสลายในรัฐบาลชุดต่อไป ภารกิจเฉพาะหน้าของรัฐบาลแต่ละชุดก็คือการยืดกุมอำนาจให้ได้ 6 เดือน เมื่อครบ 6 เดือนแล้ว ก็ต้องพยายามประคองให้ครบปี การแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่มีได้อยู่ในวาระทางการเมืองที่ต้องพิจารณา

เหตุผลสำคัญที่รัฐบาลชุดต่างๆมิได้คิดยับยั้งการอัดลมเข้าสู่เศรษฐกิจฟองสบู่ก็เพราะว่า ผู้นำทางการเมืองได้ประโยชน์จากการเติบโตของเศรษฐกิจฟองสบู่ ในช่วงที่เศรษฐกิจฟองสบู่เฟื่องฟู บริษัทธุรกิจจำนวนมากตบเท้าเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แปรสภาพเป็นบริษัทจดทะเบียน บริษัทเหล่านี้มักจะแจกหุ้นราคาพาร์ หรือมีฉะนั้นก็ในราคาแรกเข้าตลาดหลักทรัพย์ (IPO) แก่นักการเมืองที่ทรงอิทธิพล ในสภาวะการณ์เช่นนี้ ไม่มีสิ่งจูงใจที่ทำให้ผู้ทรงอำนาจทางการเมืองหยุดยั้งการขยายตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่ มิใช่ต้องกล่าวว่ามีกริ่งเตือนเพื่อเป็นบริษัทจดทะเบียนด้วย โดยผู้ที่มีอำนาจทางการเมืองได้ 'ค่าบริการ' จากบริษัทที่วิ่งเต้นเหล่านั้น

ผลประโยชน์ที่นักการเมืองได้รับจากเศรษฐกิจฟองสบู่ มิได้มีเฉพาะการได้รับแจกหุ้นฟรี หุ้นราคาพาร์ และหุ้นราคาแรกเข้าตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น บางคนกระโดดเข้าไปแก๊งกำไรซื้อขายหลักทรัพย์ โดยอาศัยข้อมูลภายใน (inside information) บางคนกระโดดเข้าไปแก๊งกำไรซื้อขายที่ดิน ทั้งนี้โดยอาศัยเครือข่ายอำนาจทางการเมืองในการกู้เงินจากสถาบันการเงิน ทั้งธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน นักการเมืองจึงมีบทบาทในการอัดลมเข้าสู่เศรษฐกิจฟองสบู่ด้วย

ในขณะที่ผู้ทรงอำนาจทางการเมืองมีผลประโยชน์จากเศรษฐกิจฟองสบู่ จึงไม่คิดเหยียบเบรกมิให้เศรษฐกิจฟองสบู่ขยายตัว ข้อที่น่ากังขาก็คือ ทั้งธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังมิได้คิดยับยั้งเศรษฐกิจฟองสบู่ด้วย ถ้าผู้คนในหน่วยงานของรัฐทั้งสองแห่งนี้ได้ประโยชน์จากเศรษฐกิจฟองสบู่ไม่ต่างจากผู้ทรงอำนาจทางการเมือง ไม่มีข้อมูลสาธารณะที่บ่งชี้ว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังมีข้อเสนอให้รัฐบาลยับยั้งการขยายตัวของ

เศรษฐกิจฟองสบู่ หากอาการเฉยเมยเกิดจากอวิชา เนื่องจากมิได้รับรู้มหันตภัยที่เกิดจากเศรษฐกิจฟองสบู่ ก็น่าเป็นห่วงคุณภาพของการบริหารนโยบายเศรษฐกิจมหภาค หากอาการเฉยเมยมิได้เกิดจากอวิชา แต่เกิดจากการยึดโยงผลประโยชน์ส่วนบุคคล ย่อมแสดงถึงความพอนเพะทางด้านจริยธรรมในหน่วยงานของรัฐดังกล่าวนี้

การขยายตัวของภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่กระทบต่อความมั่นคงของสถาบันการเงินด้วย เพราะสถาบันการเงินเป็นผู้จัดสรรทรัพยากรทางการเงินเพื่อใช้ในการเก็งกำไรซื้อขายที่ดินและหลักทรัพย์ ที่ดินและหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้ เมื่อมีราคาถีบตัวสูงขึ้น ย่อมทำให้เงินกู้ที่ได้รับเพิ่มขึ้นตามไปด้วย เมื่อที่ดินและหลักทรัพย์มีราคาเกินเลยกว่าพื้นฐานที่เป็นจริง วงเงินกู้ที่ขยายตามไปย่อมเกินมูลค่าพื้นฐานของที่ดินและหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันด้วย トラบเท่าที่เศรษฐกิจฟองสบู่ยังขยายตัวต่อไป สถาบันการเงินจะยังไม่เผชิญภาวะหนี้เสียและหนี้สูญ ต่อเมื่อเศรษฐกิจฟองสบู่แตกสลาย สถาบันการเงินย่อมต้องเผชิญภาวะวิกฤติ เพราะมูลค่าของที่ดินและหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันเงินกู้ตกต่ำลง จนไม่พอเพียงที่จะชดเชยเงินที่กู้ไป สถาบันการเงินที่สามารถดำรงความมั่นคงไว้ได้ มักจะเป็นสถาบันที่มีได้ตักสู้กับดักของเศรษฐกิจฟองสบู่ กล่าวคือมิได้ขยายวงเงินที่กู้ตามการลอยละล่องของเศรษฐกิจฟองสบู่

สถาบันการเงินที่จัดสรรสินเชื่อให้แก่ธนาคารเมืองเพื่อนำไปใช้จ่ายทางการเมือง กิติ หรือเพื่อนำไปเก็งกำไรซื้อขายที่ดินและหลักทรัพย์กิติ ต้องเผชิญภาวะวิกฤติมากกว่าปกติ ส่วนหนึ่งเป็นเพราะอนิจลักษณะของอำนาจทางการเมือง ความสามารถในการชำระคืนเงินกู้ของนักการเมืองขึ้นอยู่กับอำนาจทางการเมืองที่ยึดกุมได้ เมื่ออำนาจทางการเมืองเสื่อมสูญความสามารถในการชำระหนี้ก็หมดไปด้วย อีกส่วนหนึ่งเป็นเพราะประพฤติกรรมสุ่มเสี่ยงของนักเลือกตั้ง ชีวิตนักเลือกตั้งเป็นชีวิตที่เต็มไปด้วยความสุ่มเสี่ยง การกู้เงินจากสถาบันการเงินก็เป็นไปอย่างสุ่มเสี่ยง ความหย่อนยานของสถาบันการเงินในการประเมินโครงการลงทุนของนักเลือกตั้ง โดยเห็นแก่สายสัมพันธ์เชิงอุปถัมภ์ทางการเมืองเป็นด้านหลักย่อมนำมาซึ่งภาวะวิกฤติในเวลาต่อมา

การแตกสลายของภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ นับเป็นเหตุปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ คำถามพื้นฐานมีอยู่ว่า ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ในประเทศไทยแตกสลายเมื่อไร ?

แท้จริงแล้ว มีเหตุการณ์ที่ช่วยชะลอการเติบโตของเศรษฐกิจฟองสบู่ เริ่มต้นด้วยสงครามอ่าวเปอร์เซียในเดือนสิงหาคม 2533 การก่อการรัฐประหารของคณะ รสช. เดือน

กุมภาพันธ์ 2534 และวิกฤติการณ์ทางการเมืองเดือนพฤษภาคม 2535 แต่จุดเปลี่ยนผันที่แท้จริง น่าจะเป็นการแตกสลายของภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ในประเทศญี่ปุ่นปี 2534

ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจในประเทศญี่ปุ่น อันเกิดจากการแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่ ทำให้ความต้องการบริการสินทนการตกต่ำลง ชาวญี่ปุ่นออกไปท่องเที่ยวและเล่นกอล์ฟในต่างประเทศน้อยลง สตรีญี่ปุ่นที่หิวไม่และถุงกอล์ฟเป็นแฟชั่นในยามที่เศรษฐกิจฟองสบู่เฟื่องฟู ต้องละวางกีฬากอล์ฟ ความเปลี่ยนแปลงดังกล่าวนี้ กระทบต่อธุรกิจสนามกอล์ฟและรีสอร์ทในประเทศต่างๆบริเวณขอบสมุทรแปซิฟิก รวมทั้งประเทศไทยด้วย ผลตอบแทนจากการเก็งกำไรซื้อขายที่ดินเริ่มตกต่ำลง ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งขยายตัวอย่างรวดเร็วในช่วงที่เศรษฐกิจฟองสบู่เฟื่องฟู เริ่มมีปัญหา ปัญหาภัยทบทวีเมื่อระบบเศรษฐกิจไทยเริ่มเผชิญกับภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจด้วย

ในระหว่างปี 2530-2534 เศรษฐกิจฟองสบู่เฟื่องฟูควบคู่กับการเติบโตของภาคการผลิต (Real Sector) ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ขยายตัวตามการจำเรือเติบโตของระบบเศรษฐกิจ มีการลงทุนสร้างตึกแถว อาคารสำนักงาน และคอนโดมิเนียมสำนักงาน เพื่อสนองตอบการขยายตัวของธุรกิจ มีการลงทุนสร้างทาวน์เฮาส์ คอนโดมิเนียม และหมู่บ้านจัดสรรเพื่อสนองตอบความต้องการที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้น และมีการลงทุนในธุรกิจสนามกอล์ฟและรีสอร์ทเพื่อสนองตอบความต้องการบริการสินทนการที่มีมากขึ้น ในขณะที่การแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่ในประเทศญี่ปุ่นกระทบต่อธุรกิจสนามกอล์ฟและรีสอร์ทในประเทศไทย การแตกสลายของเศรษฐกิจฟองสบู่ในประเทศไทยกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ทั่วทั้งภาค ปრაกฏการณ์ดังกล่าวนี้มีได้เกิดขึ้นโดยฉับพลัน หากแต่ค่อย ๆ ปრაกฏโถม

การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นั้นกินเวลา การก่อสร้างสนามกอล์ฟ รีสอร์ท หมู่บ้านจัดสรร หรือคอนโดมิเนียม กว่าจะแล้วเสร็จอาจต้องใช้เวลานานนับปี ความล่าช้าในเวลานี้ ประกอบกับความไม่สมบูรณ์ของสารสนเทศ (imperfect information) ทำให้มีการลงทุนในสิ่งก่อสร้างเหล่านี้มากเกินไป (oversupply) แม้ในยามที่เศรษฐกิจถดถอยปრაกฏอย่างแจ่มชัด ในช่วงปี 2539-2540 การลงทุนในโครงการก่อสร้างเหล่านี้ยังคงมีอยู่ กรณีนี้นับเป็นตัวอย่างของความล้มเหลวของกลไกตลาด (market failure) สถาบันการเงินจัดสรรสินเชื่อแก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยมิได้ตระหนักว่า ภาวะล้นตลาดกำลังเกิดขึ้น อีกทั้งธนาคารแห่งประเทศไทยก็ไม่สามารถส่งสัญญาณเตือนภัยแก่สถาบันการเงินด้วย

การสลายตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่ในตลาดที่ดินมีผลกระทบต่อตลาดหลักทรัพย์ส่วนเกินทางเศรษฐกิจจากการเก็งกำไรซื้อขายที่ดิน ซึ่งเคยถูกผันไปใช้ในการปั่นราคาหุ้น เริ่ม

ตกต่ำลงตามลำดับ แรงดันราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์จึงอ่อนตัวลง ความอ่อนตัวของแรงดันราคาหุ้นยังเกิดจากปัญหาเสถียรภาพทางการเมืองทั้งระหว่างประเทศและภายในประเทศอีกด้วย นับตั้งแต่วิกฤติการณ์อ่าวเปอร์เซียเดือนสิงหาคม 2533 เป็นต้นมา ตลาดหลักทรัพย์ถูกสั่นคลอนด้วยปัญหาเสถียรภาพทางการเมืองเป็นระยะๆ นอกจากนี้ ความตกต่ำของตลาดหลักทรัพย์ในเอเชียแปซิฟิกในระยะหลัง ทำให้มีการโยกย้ายเงินทุนระหว่างประเทศไปสู่สหรัฐอเมริกาและยุโรปตะวันตก ซึ่งการลงทุนซื้อขายหลักทรัพย์ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ทำยที่สุด สภาวการณ์ทางเศรษฐกิจภายในประเทศมีส่วนซ้ำเติมภาวะตกต่ำของตลาดหลักทรัพย์ ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจและการตกต่ำของการส่งออก ซึ่งปรากฏอย่างชัดเจนนับตั้งแต่ปี 2539 เป็นต้นมา ทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขาดแรงดึงดูดดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศ วิกฤติการณ์สถาบันการเงินทำให้สถาบันการเงินเข้มงวดในการจัดสรรสินเชื่อเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์

ในช่วงที่เศรษฐกิจเฟื่องฟู ตลาดหลักทรัพย์เชื่อมสัมพันธ์กับตลาดที่ดิน โดยมีการผันส่วนเกินทางเศรษฐกิจจากตลาดหนึ่งไปสร้างภาวะฟองสบู่ในอีกตลาดหนึ่ง เมื่อภาวะฟองสบู่เสื่อมสลาย ส่วนเกินทางเศรษฐกิจในตลาดทั้งสองล่องลอยไปในอากาศ ตลาดทั้งสองจึงจูงมือกันร่วงหล่นไปสู่หุบเหวแห่งความตกต่ำ คงไว้แต่ภาวะวิกฤติในภาคเศรษฐกิจการเงิน