

บทที่ 1

บทนำ

1. 1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

“การลงทุนย่อมมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลก่อนการตัดสินใจลงทุน” คำเตือนนี้เป็นที่คุ้นหูของนักลงทุนและบุคคลทั่วไป เพื่อให้มีการพิจารณาถึงความเสี่ยงของแต่ละทางเลือกก่อนการตัดสินใจลงทุน เพื่อมิให้นักลงทุนหลงเข้าใจผิดตามโฆษณาชวนเชื่อในผลตอบแทนที่คาดหวังจากหนังสือชี้ชวนเพียงอย่างเดียว โดยมองข้ามความเสี่ยงจากทางเลือกในการลงทุนมาใช้ประกอบการตัดสินใจ

การเริ่มต้นลงทุนนั้น จะต้องพิจารณาผลตอบแทนที่คาดหวังกับความเสี่ยงควบคู่กันไปอยู่เสมอ เชื่อว่านักลงทุนจะพยายามเลือกหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่คาดหวังสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง หรือในทางกลับกันจะเลือกหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่มีความเสี่ยงต่ำสุด ณ ระดับผลตอบแทนหนึ่ง ซึ่งจะเห็นได้ว่าความสัมพันธ์ของผลตอบแทนกับความเสี่ยงนั้นไปในเชิงบวก (Positive Correlation) สรุปได้ว่า ความเสี่ยงสูงย่อมได้รับผลตอบแทนที่สูงเช่นกัน (High Risk, High Return) ดังนั้นการพิจารณาความเสี่ยงของหลักทรัพย์รายตัว จึงจำเป็นต้องการวิเคราะห์หลักทรัพย์แบบพื้นฐาน (Fundamental security analysis) ควบคู่กับการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้วยเทคนิค (Technical analysis)

สันติ กิระนันท์ (2548) กล่าวว่า การเลือกลงทุนในตราสารทุนนั้น นักวิชาเห็นว่าการลงทุนในหุ้นสามัญมีความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) หรือความเสี่ยงจากสภาพแวดล้อมที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ อันเนื่องมาจากปัจจัยภายนอกของทางเลือกในการลงทุน ทำให้จำเป็นต้องยอมรับผลกระทบที่เกิดขึ้น ซึ่งถ้าผลกระทบนั้นรุนแรงมาก ก็นับว่าเป็นความเสี่ยงที่มีปริมาณมากที่ต้องเรียกร้องผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยง

นอกจากตราสารทุนจะมีความเสี่ยงที่เป็นระบบแล้ว ยังมีความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Non-Systematic Risk) ที่สำคัญยิ่ง ได้แก่ โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีผู้บริหารถือหุ้นของบริษัทตนอยู่ อันเป็นความเสี่ยงประเภทที่นักลงทุนสามารถที่จะทราบข้อมูลได้จากรายงานทางการเงินที่บริษัทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะต้องจัดทำและเผยแพร่ให้นักลงทุนและบุคคลโดยทั่วไปทราบโดยทั่วถึงกัน ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และสื่อสารอื่น ๆ เพื่อแสดงถึงความโปร่งใสของตัวบริษัทและผู้บริหารเอง

รังสรรค์ สุรัญญา (2544) กล่าวถึงปี 2540 ของประเทศไทยที่ประสบปัญหาวิกฤตการณ์ทางการเงิน และนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศขาดความเชื่อมั่นต่อบริษัทที่เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ อันเนื่องมาจากปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด หนี้สินระยะสั้นต่างประเทศมีจำนวนมาก และที่สำคัญผลจากการลอยตัวของค่าเงินบาทนั้น ทำให้ระบบการเงินขาดสภาพคล่องเงินต้นตัว ทำให้บริษัทประสบปัญหาขาดทุนและเข้าสู่ความเสี่ยงในการล้มละลาย อีกทั้งปัจจัยทางเศรษฐกิจจุลภาคที่ขาดความมีประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัทเอง อันมีสาเหตุการขาดจริยธรรมของผู้บริหาร (Moral Hazard) ทำให้ผู้บริหารทำงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเป็นหลักมากกว่าเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นำมาซึ่งปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่เกิดจากผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของหรือผู้บริหารกับนักลงทุน ที่เกิดจากการบริหารงานที่ไม่ความโปร่งใส (Transparency) จากแรงจูงใจของผู้บริหารที่ต้องการตกแต่งกำไร เพื่อหลีกเลี่ยงการรายงานผลการดำเนินงานที่ไม่เป็นตามเป้าหมาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าประมาณการกำไรของผู้บริหาร หรือไม่เป็นไปตามความคาดหวังของผู้ลงทุนทั่วไป และในบางครั้งอาจจะมีการตกแต่งกำไรเพิ่มขึ้นเพื่อสร้างความพึงพอใจแก่นักลงทุนตามทฤษฎี Prospect Theory ของ Kahneman และ Tversky (1979) อ้างถึงใน สมชาย สุภัทกุล (2548) จนทำให้ผู้บริหารจงใจปกปิดหรือไม่เปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นแก่ผู้ลงทุน และทำไรที่ไม่เป็นตามเป้าหมายยังก่อให้เกิดความเสียหายต่อชื่อเสียงของบริษัท และผู้บริหารอาจจะถูกมองว่าขาดความซื่อสัตย์เกี่ยวกับการประกอบธุรกิจจนทำให้กำไรขาดเคลื่อนไปได้ตามที่ Kasznik (1999) อ้างถึงใน สมชาย สุภัทกุล (2548) รวมถึงการสร้างภาพลวงของการกำกับดูแลต่อสาธารณชน ทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิดว่าผู้บริหารมีประสิทธิภาพในการบริหารและบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี และผู้ลงทุนอื่น ๆ โดยทั่วไปและผู้ถือหุ้นส่วนน้อยนำเงินมาลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าว ทั้ง ๆ ที่ผู้บริหารอาจมีการตัดสินใจอาจจะมีการบริหารงานที่มีความเสี่ยงแฝงอยู่ เช่น การที่ผู้บริหารตัดสินใจนำเงินไปลงทุนในธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงหรือในธุรกิจตนเองไม่ชำนาญ แต่แล้วก็ยังเป็นที่สงสัยตลอดมาว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่แตกต่างกัน ทำให้เกิดปัญหาเรื่องความขัดแย้งภายในและปัญหาตัวแทนที่เสี่ยงความเสี่ยง (Risk averse) และการบริหารความเสี่ยง (Risk management) ที่แตกต่างกันตามผลตอบแทนจากความเสี่ยงที่เลือก (Risk taking) ของผู้บริหาร ความเกี่ยวข้องของบุคคลระหว่างกันเป็นปัญหาที่เกิดขึ้นในใจของนักลงทุนโดยทั่วไปว่า ผู้บริหารจะบริหารงานด้วยจริยธรรมและความโปร่งใส มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือไม่ และมีความรับผิดชอบต่อผลประโยชน์ของนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดจริงหรือไม่ นักลงทุนเกิดระแวงสงสัยผู้บริหารที่มีการถือหุ้นในบริษัทที่ตนบริหารอยู่นั้น อันทำให้นักลงทุนขาดความมั่นใจ และกลัวความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ตนลงทุนจะไม่ได้รับตามที่คาดหวังไว้ โดยนักลงทุนคาดหวังยิ่งผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้น

ในบริษัทที่ตนบริหารอยู่มากขึ้นเท่าไร ยิ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์มากขึ้นเท่านั้น ทำให้เกิดปัญหา Agency Conflict ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนอื่น ๆ โดยทั่วไป จากการที่ผู้บริหารมีอำนาจการควบคุมและกำหนดนโยบายต่าง ๆ อันสามารถที่จะทำการปกปิดและตกแต่งตัวเลขข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงาน เพื่อผลประโยชน์ต่อผู้บริหารเองได้และทำให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุนอื่น ๆ โดยทั่วไปที่หลงเข้าใจผิดว่าข้อมูลทางการเงินนั้นถูกต้องตามที่ควร ซึ่งกล่าวสรุปไว้โดย Fan และ Wong (2002) ได้ทำการวิจัยไว้ในเรื่องความสัมพันธ์ของข้อมูลเกี่ยวกับรายได้ทางบัญชีกับโครงสร้างของผู้บริหารในเอเชียตะวันออก

ส่วนใหญ่ประเทศในภาคเอเชียตะวันออกนั้น ยังขาดความโปร่งใส (Transparency) และมีการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) ที่อยู่ในระดับต่ำกว่ามาตรฐาน ซึ่งผู้เชี่ยวชาญต่าง ๆ เห็นว่าการนำมาตรฐานสากลเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลมาใช้ปรับให้เข้ากับมาตรฐานของประเทศต่าง ๆ จะลดปัญหาดังกล่าวได้ แต่กลับพบว่า การเปิดเผยข้อมูลของกิจการลดลงตามรายงานของ Asian Wall Street Journal (1999) อ้างถึงใน Fan และ Wong (2002) อันเนื่องมาจากการที่ผู้บริหารมีสัดส่วนในการถือหุ้นของบริษัทจนมีอำนาจในการควบคุมกิจการอย่างแท้จริง และสามารถที่จะคัดรอนสิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยได้ โดยอาศัยช่องว่างทางกฎหมายของท้องถิ่นและกลไกของการกำกับดูแลที่ขาดประสิทธิภาพ อันนำมาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการที่ได้ผ่านคณะกรรมการและตลาดหลักทรัพย์อย่างถูกต้องตามกฎระเบียบที่วางไว้ Shleifer และ Vishny (1997) อ้างถึงใน Fan และ Wong (2002)

อย่างไรก็ตามจากการศึกษาทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ยังไม่พบข้อสรุปที่แน่นอนว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร จะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่เกิดความเสี่ยงของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ดังนั้นงานวิจัยครั้งนี้ให้ความสำคัญในการศึกษาเพื่อทดสอบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงขึ้น จะทำให้ความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพิ่มตามขึ้นด้วย รวมกับการศึกษาความสัมพันธ์ของความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับปัจจัยควบคุมอื่น ๆ อันได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ ความสามารถในการดำเนินงาน อัตรา โดยเลือกศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอาศัยข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ ข้อมูลงบการเงิน ข้อมูลสถิติ และอัตราส่วนทางการเงินที่เป็นตัวแทนของสัดส่วนถือหุ้นของผู้บริหาร ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้

ความสามารถในการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และทำการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

เป็นการศึกษาข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร โดยใช้อัตราส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ตามคำนิยามที่กล่าวไว้โดย พัดชา สิตสุวรรณ (2548) กรณีศึกษาเฉพาะหุ้นสามัญบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อจะได้ข้อมูลที่อยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบ ข้อบังคับที่เหมือนกัน โดยข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ ข้อมูลงบการเงิน ข้อมูลสถิติ และอัตราส่วนทางการเงินตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึงปี พ.ศ. 2548 ใน "SET-SMART" ในทุกหมวดอุตสาหกรรมยกเว้นในส่วนของธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตประกันภัย เนื่องจากการที่ในประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้ รวมทั้งยกเว้นกลุ่มบริษัทอยู่ในรายการถูกเพิกถอนชื่อและบริษัทที่ไม่ได้มีการค้าขายหลักทรัพย์ตลอดปี พ.ศ. 2548 ด้วย เพื่อให้ความสม่ำเสมอและเท่าเทียมกันของชุดข้อมูลอันมาจากการมีข้อมูลของตัวแปรแต่ละตัวไม่ครบถ้วน และเพื่อลดการเกิดค่าเบี่ยงเบนและผิดพลาด อีกทั้งเป็นระยะเวลาที่ให้ค่าความเป็นปัจจุบันที่สุด ณ ช่วงเวลาที่จัดทำการศึกษา

1.4 แหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นของบริษัท สามารถหาได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัทในแต่ละบริษัท (แบบ 56-1) ที่จัดทำส่งให้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ข้อมูลเกี่ยวกับความเสี่ยงคำนวณจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ถัวเฉลี่ยรายเดือนจากข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ และตัวแปรอื่น ๆ ที่แสดงถึงขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ ความสามารถในการดำเนินงาน ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มาจากข้อมูลงบการเงิน ข้อมูลสถิติ และอัตราส่วนทางการเงิน

ข้อมูลต่าง ๆ ที่กล่าวมาข้างต้น จากข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีในจากระบบสารสนเทศ "SET-SMART" ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึงปี พ.ศ. 2548 รวมทั้งสิ้น 554 รายการ จากข้อมูลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้น 1,374 รายการ (โดยตัดข้อมูล

ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมของธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตประกันภัย 204 รายการ, ข้อมูลของกลุ่มบริษัทอยู่ในรายการถูกเพิกถอนชื่อและบริษัทที่ไม่ได้มีการค้าขายหลักทรัพย์ตลอดปี พ.ศ. 2548 รวม 68 รายการ และบริษัทที่มีข้อมูลของตัวแปรไม่ครบถ้วนทั้งหมด 568 รายการ)

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ประโยชน์ต่อบริษัท ทำให้บริษัทตระหนักถึงระดับความเสี่ยงของผลตอบแทนหลักทรัพย์จากปัจจัยต่าง ๆ เช่น ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ ความสามารถในการดำเนินงาน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่มีผลกระทบต่อภาพลักษณ์ที่นักลงทุนมีต่อหลักทรัพย์ของบริษัท และใช้เป็นแนวทางในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทด้วยการลดความเสี่ยงให้แก่การลงทุนที่สนใจในหลักทรัพย์ของบริษัท

ประโยชน์ต่อนักลงทุน ทำให้นักลงทุนสามารถตระหนักถึงความเสี่ยงของผลตอบแทนจากปัจจัยต่าง ๆ เช่น ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ ความสามารถในการดำเนินงาน และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร เพื่อใช้พิจารณาควบคู่กับการใช้เครื่องมือและเทคนิคอื่น ๆ ในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์