

## บทที่ 2

### คำนิยามที่เกี่ยวข้อง หลักการพื้นฐาน และผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

การพิจารณาที่จะลงทุนในหลักทรัพย์ใดนั้น มีประเด็นหลักในการพิจารณา 2 ประการ คือ ความเสี่ยงของเงินลงทุนกับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจะได้รับจากเงินลงทุนนั้น ถ้าความเสี่ยงเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากเงินลงทุนนั้นย่อมสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามถ้าความปลอดภัยของเงินลงทุนมากขึ้นหรือความเสี่ยงลดลง อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากเงินลงทุนนั้นก็จะมีน้อยลงด้วย

#### 2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 ความเสี่ยง

จิโรบล บัวลอย (2529) อ้างถึงคำจำกัดความของความเสี่ยงของ Webster ว่าคือ โอกาสของการเกิดอันตราย ความเสียหาย หรือการสูญเสีย ส่วนความเสี่ยงทางการเงิน คือ ความผันแปรของผลตอบแทนทั้งหมดที่แตกต่างไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Abnormal Return) สามารถแบ่งความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ 2 ประเภท ตามเพอร์ ซุมทรี (2548) กล่าวไว้ คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) และ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)

- **ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)** เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงปัจจัยที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์พร้อม ๆ กัน จะมากหรือน้อยกว่าตลาดก็ตามแต่ค่า beta คูณกับส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนตามดัชนีตลาด ความเสี่ยงนี้เกิดจากภาวะเศรษฐกิจ การเมือง สังคม ซึ่งกระทบกระเทือนต่อดัชนีตลาดหุ้นทั้งหมดโดยรวม ซึ่งหากเกิดความเสี่ยงในลักษณะนี้จะเกิดการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นต่าง ๆ ในลักษณะเดียวกัน แต่จะมากน้อยไม่เท่ากัน เช่นพบว่าราคาหุ้นทุกตัวในตลาดตกตามตลาดหุ้นไปด้วย ธุรกิจที่มีความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงได้แก่ ธุรกิจ ในสินค้าอุตสาหกรรมพื้นฐาน เช่น การรถไฟ บริษัทผลิตเครื่องมือและยาง เป็นต้น ธุรกิจที่มียอดขายเป็นวัฏจักร เช่น ธุรกิจการบิน บริษัทก่อสร้าง หรือ ธุรกิจเล็ก ๆ ที่ผลิตสินค้าเทคโนโลยีสูง เช่น บริษัทคอมพิวเตอร์ จะเห็นได้ว่าธุรกิจเหล่านี้จะมียอดขาย กำไรและราคาหุ้นเป็นตามระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจและระดับของตลาดหุ้น ความเสี่ยงประเภทนี้สามารถจำกัดด้วยการกระจายการลงทุน

- **ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Non-systematic Risk)** เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้น

เฉพาะเจาะจง ทำให้ผลตอบแทนเปลี่ยนแปลงอย่างไม่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่เจาะจงกับหุ้นนั้น ๆ เอง หรือทำให้หุ้นนั้นเกิดการเปลี่ยนแปลงผิดไปจากหุ้นอื่น เช่น บางครั้งเราพบว่าตลาดหุ้นกำลังขาขึ้น แต่ราคาหุ้นของบริษัทหนึ่งอาจตกสวนทางตลาดเนื่องจากปัญหาความขัดแย้งภายในบริษัทนั้น ๆ เอง (เกิดการนัดหยุดงานของคนงานในบริษัทนั้น ๆ หรือความผิดพลาดของผู้บริการ หรือการค้นพบสิ่งใหม่ หรือการแข่งขันด้านโฆษณา หรือ การเปลี่ยนแปลงรสนิยมของลูกค้า) ความเสี่ยงไม่เป็นระบบ พบในธุรกิจที่ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคที่อายุใช้งานไม่ยาว ธุรกิจอุตสาหกรรมสาธารณูปโภค ธุรกิจสื่อสารคมนาคม ธุรกิจอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งยอดขาย กำไรและราคาหุ้นของธุรกิจเหล่านี้ จะไม่ขึ้นอยู่กับระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจหรือตลาดหลักทรัพย์เลย ความเสี่ยงส่วนนี้วัดได้จากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรจากแนวคิดการวัดความเสี่ยงนี้ จึงมีผู้นำมาประยุกต์เป็นสูตรวัดประสิทธิภาพการลงทุน โดยมองว่าอัตราผลตอบแทนที่สูง นั้นอาจมาจากการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง

ความเสี่ยงทั้งที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบนั้น มีแหล่งที่มาต่าง ๆ ดังนี้

- **ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk)** คือ การเปลี่ยนแปลงผลตอบแทน

ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราดอกเบี้ย ราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปในทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ยถ้าปัจจัยอื่นคงที่ การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยนั้นถือเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยจะกระทบต่อหลักทรัพย์ทั้งหมดในหลักทรัพย์ประเภทกำหนดผลตอบแทนตายตัว เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ เพราะอัตราดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่ได้จากหลักทรัพย์ประเภทนี้ ไม่มีการเปลี่ยนแปลงจนกว่าหลักทรัพย์นั้นหมดอายุ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลง จะทำให้เกิดความเสี่ยงในผลกำไรหรือขาดทุนจากการขายหลักทรัพย์ หรือแม้แต่หุ้นสามัญ เมื่ออัตราดอกเบี้ยลดลง การซื้อด้วย Margin มีมากขึ้น ความต้องการหุ้นสามัญนั้นก็เพิ่มขึ้น ทำให้ราคาของหุ้นสามัญสูงขึ้น หรือในทางกลับกันหากอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ก็จะทำให้เกิดภาระในการจ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ของบริษัทมากขึ้น กำไรสุทธิลดลง ทำให้เงินปันผลและราคาหุ้นลดลง แต่สำหรับธุรกิจให้กู้ยืมแล้วจะเชิงลบ คือเมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น จะทำให้รายได้จากอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น กำไรสุทธิมากขึ้นตาม ทำให้เงินปันผลและราคาหุ้นสูงขึ้นด้วย ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยจะลดลงเมื่อดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้น

- **ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk)** คือโอกาสที่อำนาจการออมหรือ

ลงทุน (Invested Wealth) ลดลง เนื่องจากภาวะเงินเฟ้อทำให้เกิดความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอำนาจการซื้อในอนาคตของเงินที่ลงทุนไป ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อถือเป็นความเสี่ยงเป็นระบบซึ่งมีผลกระทบมากที่สุดในการลงทุนประเภทเงินฝากประจำ พันธบัตร หุ้นกู้ มูลค่าเงินสดของกรรมธรรม์ประกันชีวิต และ

สัญญาอื่น ๆ ที่กำหนดจ่ายอัตราดอกเบี้ยคงที่ เมื่อเกิดเงินเฟ้อสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ จะทำให้ นักลงทุนมีอำนาจซื้อลดลง สำหรับการลงทุนในหุ้นสามัญนั้น จะได้รับผลกระทบจากความเสียหายจาก อำนาจซื้อน้อยกว่าการลงทุนที่กำหนดผลตอบแทนที่แน่นอน

- **ความเสี่ยงเนื่องมาจากตลาด (Market Risk)** คือ โอกาสขาดทุนที่เกิดจากความผันผวนในตลาด ทำให้ราคาหลักทรัพย์แปรเปลี่ยนแตกต่างไปจาก Intrinsic Value ที่มีการประมาณไว้อย่างมาก เนื่องมาจากสงครามที่เกิดขึ้นโดยไม่คาดคิด การตายของผู้บริหารประเทศ การเปลี่ยนแปลงนโยบาย การเมือง การเลือกตั้ง หรือการเก็งกำไรในราคาหลักทรัพย์ ซึ่งถือว่าความเสี่ยงเนื่องมาจากตลาดนั้นเป็น ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ที่มีผลกระทบต่อหุ้นสามัญอย่างมาก แต่จะกระทบพันธบัตรหรือหุ้นประเภทอื่น ๆ น้อยกว่าหุ้นสามัญ เนื่องจากพันธบัตรหรือหุ้นประเภทอื่น ๆ นั้น สามารถจะประมาณมูลค่าแท้จริงได้ ถูกต้องกว่าหุ้นสามัญ

- **ความเสี่ยงเนื่องจากการเงิน (Financial Leverage Risk)** คือโอกาสที่ผลตอบแทนของผู้ถือหลักทรัพย์เปลี่ยนไป เนื่องจากบริษัทมีการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ ความเสี่ยงจะเพิ่มมากขึ้นเมื่อ บริษัทกู้มากขึ้น Financial Leverage วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) หรือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Debt to Total Asset Ratio) ความเสี่ยงประเภทนี้เป็นได้ทั้ง ความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ทั้งนี้เนื่องจากเมื่อบริษัทมี Financial Leverage สูง ความเสี่ยงเนื่องจากการกู้ก็จะมากขึ้น จุดคุ้มทุน (Break-Even Point) ก็จะสูงตาม เพราะต้องจ่ายดอกเบี้ย ที่เป็นรายจ่ายคงที่ (Fixed Cost) เพิ่มขึ้น จุดคุ้มทุนที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากมีความเสี่ยงจากการกู้ จะทำให้เกิด ความเสี่ยงที่เป็นระบบและไม่เป็นระบบมากขึ้น ความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้นขณะที่ยอดขายเพิ่มขึ้นหรือ ลดลงตามวัฏจักรธุรกิจ กำไรจะขึ้นลงมากน้อยตามการใช้การกู้ ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงอย่างเป็น ระบบจากการเปลี่ยนแปลงกำไร ส่วนสาเหตุที่ความเสี่ยงเนื่องจากการกู้เป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ เกิดขึ้นเมื่อยอดขายไม่ได้สัมพันธ์กับวัฏจักรธุรกิจ เช่น การสูญเสียลูกค้ารายใหญ่ ทำให้อยอดขายลดลง ตลาดระยะเวลาที่เศรษฐกิจโดยรวมยังดีอยู่

- **ความเสี่ยงเนื่องจากการดำเนินงาน (Operating Leverage Risk)** คือ การที่ ผลตอบแทนของนักลงทุนเปลี่ยนแปลงไปได้เพราะธุรกิจมีความเสี่ยงจากการดำเนินงาน ซึ่งวัดจาก อัตราส่วนต้นทุนคงที่ต่อต้นทุนผันแปรได้ (Fixed Cost to Variable Cost Ratio) บริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวร มากด้วยการ Operating Leverage สูง เกิดความเสี่ยงเนื่องจากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้น เพราะต้นทุน คงที่จะสูง และจะเป็นเช่นนี้ตลอดไปไม่ว่าระดับผลผลิตจะเป็นเท่าใด ดังนั้น Operating Leverage เพิ่ม ทำให้จุดคุ้มทุนเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับการเพิ่มของรายจ่ายเกี่ยวกับดอกเบี้ยอันเนื่องมาจาก Financial Leverage ความเสี่ยงเนื่องจากการดำเนินงานนั้นเป็นได้ทั้งความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่

เป็นระบบ จะเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบเมื่อบริษัทอยู่ในช่วงรุ่งเรืองตามวัฏจักรเศรษฐกิจ ยอดขายและกำไรเพิ่มลดตามระดับกิจกรรมของธุรกิจ (Business Activity) แต่จะเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบเมื่อ Operating Leverage นั้นเพิ่ม แต่ยอดขายส่วนใหญ่ลดลงแม้ว่าเศรษฐกิจจะอยู่ในช่วงดีก็ตาม ต้นทุนคงที่จะสูงขึ้น ทำให้เกิดโอกาสขาดทุนมากขึ้น นักลงทุนจะเกิดการเปลี่ยนแปลงความคาดหวังต่อบริษัท ทำให้เกิดความผันแปรของผลตอบแทนจากการซื้อหลักทรัพย์อย่างไม่เป็นระบบ

- **ความเสี่ยงเนื่องจากการบริหาร (Management Risk)** คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารของแต่ละบริษัทในด้านต่าง ๆ เช่น การบริหารการจัดการ การผลิต การเงิน เป็นต้น การบริหารงานที่ผิดพลาดหรือการทุจริตข้อโกงโดยฝ่ายบริหาร จะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของนักลงทุนแบบไม่เป็นระบบ มีสาเหตุเนื่องจากผู้บริหารกระทำผิดพลาดโดยประมาทไม่ได้ป้องกันความเสี่ยงหรือโดยการตั้งใจทุจริต เช่น วิกฤตการณ์ราคาน้ำมันที่ผันผวน การประท้วงของแรงงาน เครื่องจักรหยุดชะงักกะทันหัน ไฟไหม้โรงงาน เป็นต้น

- **ความเสี่ยงเนื่องจากอุตสาหกรรม (Industry Risk)** คือ การผันแปรของผลตอบแทนที่กระทบต่อทุกบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกัน แต่ไม่มีผลต่อบริษัทส่วนใหญ่นอกอุตสาหกรรม เช่น การขาดแคลนยางในช่วงสงคราม การออกกฎหมายเกี่ยวกับมลภาวะที่มีผลต่ออุตสาหกรรมนั้นที่มีกระบวนการผลิต มีคู่แข่งจากสินค้าต่างประเทศ หรือ สินค้าล้าสมัย ความเสี่ยงนี้จึงถือว่าเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

## 2.1.2 ผลตอบแทน

เพอร์ซี ชุมทรัพย์ (2548) ให้คำนิยามของผลตอบแทน หมายถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับภายใต้สภาวะการณ์ต่าง ๆ ในอนาคต เนื่องจาก สูตร CAPM เป็นการหาอัตราผลตอบแทน "คาดหวัง" ดังนั้นผลตอบแทน "จริง" ที่เกิดขึ้นอาจมีความแตกต่างจากสูตรได้ ในเชิงคณิตศาสตร์ เราสามารถเขียนสูตรอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง ว่าเท่ากับ อัตราผลตอบแทนคาดหวัง บวก "ตัวป่วน" (Error Term) ได้ นักวิจัยทางการเงินจึงแบ่งแยกความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นใดๆ หากเราวัดความเสี่ยงของหุ้นโดยใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนแล้ว ค่านี้จะเป็นผลบวกของความเสี่ยงทั้งสอง ดังผลตอบแทนแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ

1. ผลตอบแทนที่คาดหวังหรือผลตอบแทนทั่วไป ที่ผู้ลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับจากการลงทุนในหุ้น ซึ่งผลตอบแทนนี้มักจะขึ้นอยู่กับข้อมูลที่ผู้ลงทุนได้รับเกี่ยวกับหุ้นนั้น ๆ รวมทั้งการรับรู้ของตลาดในปัจจุบันที่มีอิทธิพลต่อหุ้นนั้นในอนาคต อันหมายความว่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นของบริษัท ๆ หนึ่งนั้น จะขึ้นอยู่กับค่าความเสี่ยงชนิดมีระบบของหุ้นของบริษัทนั้น

ดังนั้นผลตอบแทนที่คาดหวังก็คือ ผลตอบแทนแท้จริงปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Return) ซึ่งหมายถึง ต้นทุนเสียโอกาสของเงินลงทุนหรือผลตอบแทนที่เป็นค่าที่สามารถซื้อสินค้าได้จริงตามค่าของเงิน และเป็นผลตอบแทนที่แน่นอนจะสูงหรือต่ำขึ้นกับการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเศรษฐกิจ

2. ผลตอบแทนที่ไม่แน่นอน ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากข้อมูลที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นในระหว่างปี โดยอาจเป็นได้ทั้งในด้านบวกและด้านลบ เช่น ข่าวสารจากการทำวิจัย ตัวเลขของ GDP การเมือง ผลการดำเนินงานที่ผิดจากประมาณการ ข่าวอื่น ๆ เกี่ยวกับตัวบริษัทของหุ้นนั้น ๆ เป็นต้นข้อมูลที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นในระหว่างปีอาจทำให้เกิด ผลตอบแทนที่ไม่คาดหวัง (Innovation หรือ Surprise) ซึ่งเป็นตัวทำให้ราคาของหุ้นของบริษัททั้งหลายมีการเปลี่ยนแปลงได้

ดังนั้นผลตอบแทนที่ไม่แน่นอนก็คือ ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) ซึ่งหมายถึง ผลตอบแทนส่วนที่สูงกว่าผลตอบแทนแท้จริงที่ปราศจากความเสี่ยง เกิดจากความไม่แน่นอนที่จะได้รับคืน และได้รับผลตอบแทนตามที่คาดไว้ ผู้ลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงเนื่องมาจากการดำเนินงานและความเสี่ยงเนื่องมาจากการกู้เงิน

### 2.1.3 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

ส่วนคำว่า ผู้บริหาร หมายถึง กรรมการ กรรมการบริหาร ผู้จัดการ พนักงานระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไป หรือผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่าที่เรียกชื่ออย่างอื่นที่มีอำนาจในการจัดการบริษัท และรวมถึงบุคคลซึ่งบริษัททำสัญญาให้มีอำนาจทั้งหมด หรือบางส่วนในการบริหารงานของบริษัท ตามที่ประกาศของคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ปี 2539

การศึกษาของพัชรา สีสสุวรรณ (2543) ให้คำจำกัดความของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร คือ จำนวนหุ้นที่ผู้บริหารแต่ละบุคคลถือครองอยู่ ซึ่งในการศึกษานี้จะแบ่งเป็นอัตราส่วนร้อยละของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร เพื่อทดสอบว่าความเสี่ยงจากปัจจัยต่าง ๆ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Non-Systematic Risk) ที่มีลักษณะเฉพาะในแต่ละหลักทรัพย์นั้น มีผลกระทบต่อความเสี่ยงจากผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์หรือไม่ ซึ่งจัดว่าเป็นการวิเคราะห์บริษัทเชิงคุณภาพ ส่วน Fan และ Wong (2002) นั้นใช้สิทธิในการออกเสียงของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นครั้งล่าสุดซึ่งแสดงถึงการสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร โดยผลการทดสอบของ Fan และ Wong (2002) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่เป็นปัจจัยทำให้เกิดความเสี่ยงแก่ผู้ลงทุนอื่น ๆ โดยทั่วไปที่จะนำข้อมูลที่เปิดเผยผ่านข้อมูลทางการเงินไปใช้ในการตัดสินใจต่าง ๆ เกี่ยวกับการลงทุนใน

หลักทรัพย์บริษัทดังกล่าวได้ ทั้งนี้ ซึ่ง Fan and Wong (2002) กล่าวว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีมากกว่า 50 % ขึ้นไปของจำนวนหุ้นรวมทั้งหมด จะทำให้ผู้บริหารมีอำนาจในการควบคุมนโยบายต่าง ๆ ทางบัญชีและทางการเงินอันนำไปสู่การปกปิดข้อมูลและตกแต่งตัวเลขเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหารมากกว่าการแสดงผลข้อมูลที่ถูกต้องตามที่ควร

## 2.2 หลักการพื้นฐาน

### 2.2.1 การวิเคราะห์บริษัท

เพอร์ ชุมทรัพย์ (2548) กล่าวว่า โดยทั่วไปแล้วการวิเคราะห์บริษัทตามลักษณะวิธีในการวิเคราะห์ได้ 2 แบบ คือ การวิเคราะห์บริษัทแบบเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ

**การวิเคราะห์บริษัทเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis)** จะวิเคราะห์จากงบการเงินของบริษัทที่ผ่านมา และในปัจจุบันเป็นสิ่งสำคัญ เพื่อจะกำหนดตัวแปรต่าง ๆ อาทิ กำไรและเงินปันผลในอนาคต ราคาของหุ้นในอนาคต เป็นต้น ซึ่งประเด็นหลักของการวิเคราะห์ ได้แก่ การวิเคราะห์งบการเงิน การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน และการประเมินราคาหุ้น การวิเคราะห์โดยใช้งบการเงินของบริษัท จะยังประโยชน์แก่ผู้ใช้ก็ต่อเมื่อผู้วิเคราะห์ได้เข้าใจถึงลักษณะโครงสร้างและข้อจำกัดในการใช้งบการเงินนั้น ๆ นอกจากนี้ ผู้ใช้ควรสามารถตีความผลลัพธ์ที่ได้จากการคำนวณด้วย การวิเคราะห์บริษัทเชิงปริมาณ จึงเป็นเครื่องมือที่ว่าอนาคตของบริษัทนั้นควรเป็นไปในลักษณะใด โดยผู้วิเคราะห์นำข้อมูลต่าง ๆ ในงบการเงินมาคำนวณหาสัดส่วนและอัตราส่วนเปรียบเทียบกันในแต่ละช่วงเวลา แล้วเปรียบเทียบกับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน และเพื่อหาคำตอบที่ต้องการ อาทิเช่น สาเหตุที่บริษัทต้องใช้เงินทุนเพิ่ม แหล่งที่มาของเงินทุนเป็นอย่างไร แหล่งใช้ไปของเงินทุนเป็นไปในทางใดบ้าง ความสามารถในการชำระหนี้ เป็นต้น

**การวิเคราะห์บริษัทเชิงคุณภาพ (Qualitative Analysis)** เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลโดยทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ได้แก่ อัตราการขยายตัวในอดีต และเมื่อเปรียบเทียบกับคู่แข่ง ส่วนแบ่งตลาด โครงสร้างเงินทุน โครงการขยายโรงงานในอนาคต การขยายช่องทางจำหน่ายสินค้าที่ได้เตรียมการไว้ ความสัมพันธ์ระหว่างบุคลากรในบริษัท และโครงสร้างผู้ถือหุ้น เป็นต้น

## 2.2.2 แรงจูงใจของผู้บริหารในการตกแต่งกำไรตาม Prospect Theory

จากการที่นักลงทุนจำเป็นจะต้องวิเคราะห์บริษัททั้งในเชิงปริมาณควบคู่กับการวิเคราะห์บริษัทในเชิงคุณภาพ โดยทั้งนี้ข้อมูลดังกล่าวมาจากการเปิดเผยข้อมูลของผู้บริหารบริษัท จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่นักลงทุนต้องเข้าใจแรงจูงใจของผู้บริหารในการตกแต่งกำไร โดย Kahneman และ Tversky (1979) อ้างถึงใน สมชาย สุภัทกุล (2548) กล่าวไว้ว่า ความพึงพอใจของมนุษย์ขึ้นอยู่กับความมั่นคง นั่นคือมนุษย์จะมีความพึงพอใจเพิ่มขึ้นหากความมั่งคั่งสูงมากขึ้น ฉะนั้น Prospect Theory นั้นจึงอธิบายถึงแรงจูงใจของผู้บริหารที่ต้องการตกแต่งกำไรจากความพยายามของผู้บริหารที่จะไม่ทำให้นักลงทุนอื่น ๆ มีความพึงพอใจลดลงจากการที่ความมั่งคั่งลดลง จากรายงานผลการดำเนินงานที่ไม่เป็นตามเป้าหมาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าประมาณการกำไรของผู้บริหารหรือไม่เป็นไปตามความคาดหวังของผู้ลงทุน อีกทั้งในบางครั้งผู้บริหารยังใช้การตกแต่งกำไร เพื่อที่จะแสดงผลการดำเนินงานที่ดีกว่าความเป็นจริงหรือสูงกว่าความคาดหวังของผู้ลงทุน เพื่อจะสร้างความพึงพอใจแก่นักลงทุนมากขึ้นอีกด้วย อันทำให้นักลงทุน อื่น ๆ ทัวไปและผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเข้าใจผิด คิดว่าผู้บริหารนั้นมีความสามารถและความชำนาญในการประกอบการธุรกิจและนำเงินมาลงทุนในที่สุด และทำให้เกิดผลตอบแทนเชิงเศรษฐกิจในรูปของผลแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นตามมา ดังผลงานวิจัยของ Barth และคณะ (1999) ที่ศึกษาบริษัทในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1982 -1992 พบว่าบริษัทที่รายงานกำไรที่เท่ากับหรือสูงกว่าผลกำไรในอดีตอย่างต่อเนื่องนั้น จะมีราคาหลักทรัพย์ที่สูงกว่าบริษัทที่คล้ายกันแต่รายงานผลกำไรที่ต่ำกว่าผลกำไรในอดีต

## 2.3 ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

ตามคำนิยามที่เกี่ยวข้องและหลักการพื้นฐานที่กล่าวไว้ข้างต้นแล้วนั้น จะพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร อาจจะเป็นปัจจัยของความเสียหายอย่างหนึ่งที่ไม่เป็นระบบที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ คาดว่าจะมีปัจจัยต่าง ๆ ของความเสี่ยง อันได้แก่ ความเสี่ยงเนื่องจากการบริหาร ความเสี่ยงเนื่องจากการดำเนินงาน และความเสี่ยงเนื่องจากการกู้ที่มาจากผู้บริหารที่มีความกลัวความเสี่ยง (Risk Averse) เพียงแต่ต้องการผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงสูง แต่ไม่สามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัทได้ หรือผู้บริหารมีที่กระหายความเสี่ยงและต้องการผลตอบแทนที่สูงโดยขาดการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Misused) เกิดขึ้นจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัท ทำให้นักลงทุนเกิดความระแวงสงสัยในเรื่องการกำกับ

ดูแลและควบคุมที่ดีของคณะกรรมการตรวจสอบ ที่ทำหน้าที่ควบคุมดูแลการบริหารงานของผู้บริหาร เกิดความขัดแย้งภายในองค์กรและโอกาสที่จะเผชิญกับปัญหาตัวแทนได้ อันนำมาซึ่งความเสียหายแก่มูลค่าสูงสุดที่ตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นจากความประเมินเงินเหลือหรือขาดจริยธรรมของผู้บริหาร

Jensen and Meckling (1976) อ้างถึงใน พัดชา สิตสุวรรณ (2543) ได้มีแยกปัญหาความขัดแย้งภายในบริษัทออกเป็น 2 ส่วน คือความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร (Principal) กับที่เป็นผู้บริหาร (Managerial Agency) จากการขาดจริยธรรม (Moral Hazard) ของผู้บริหารที่สังเกตเห็นแต่ผลประโยชน์มากกว่าของผู้มีส่วนได้เสียรายอื่น โดยการที่ผู้บริหารใช้อำนาจหน้าที่หาประโยชน์ส่วนตัว เช่น ไม่ลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนที่ดี เนื่องจากเกรงกลัวความเสี่ยงของตนเองที่จะต้องร่วมรับผิดชอบในการตัดสินใจนั้น และความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของกับส่วนของเจ้าหน้าที่ (Debt Agency) เกิดจากความรับผิดชอบที่มีจำกัดของผู้ถือหุ้น และการที่ผู้ถือหุ้นเลือกคณะกรรมการเป็นผู้บริหารจากผู้ถือหุ้นด้วยกัน ทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าส่วนของเจ้าหน้าที่ ทำให้ผู้บริหารสังเกตเห็นประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากกว่าเจ้าหน้าที่

จะเห็นได้ว่าการศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารนั้น เป็นการศึกษาความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของกับส่วนของผู้บริหารที่มีลักษณะปัญหาของตัวแทน (Agency Problem) เข้ามาเกี่ยวข้องอันนำมาซึ่งความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่นักลงทุนถือครอง จากการบริหารงานของผู้บริหารที่มีการถือหุ้นในบริษัทดังที่ Jensen and Meckling กล่าวว่า จำนวนของหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารนั้นมีความสำคัญต่อการกำหนดนโยบายการแก้ปัญหาตัวแทน และการสร้างมูลค่าสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งขึ้นอยู่กับความเสี่ยงของผู้บริหารที่จะตัดสินใจเลือกแนวทางการบริหารงาน อันนำมาซึ่งความเสี่ยงต่อการเกิดค่าใช้จ่าย และความเสี่ยงในการล้มละลายได้หากผู้บริหารประมาทและเดินเล่นในการบริหารงาน เป็นไปตามที่ทฤษฎี CAPM ของ Markowitz ที่ว่า ภายใต้ความเสี่ยงระดับหนึ่งนั้น ผู้ลงทุนจะเลือกการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด ในทำนองเดียวกันภายใต้ผลตอบแทนในระดับหนึ่ง นักลงทุนจะเลือกการลงทุนที่มีความเสี่ยงที่ต่ำสุด

Ang และ คณะ (2000) อ้างถึงใน รังสรรค์ สุรัญญา (2544) ได้นำแนวคิดการศึกษาของ Jensen และ คณะ (1976) มาศึกษาเพิ่มเติมความสัมพันธ์ของปัญหาตัวแทนของผู้ถือหุ้นกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างผู้บริหาร พบว่าปัญหาตัวแทนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น เมื่อมีการจ้างผู้บริหารจากบุคคลภายนอกมากกว่าการที่มีผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทเอง ซึ่งเป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ Ang และคณะ (2000) ที่กล่าวว่ากรณีที่ผู้บริหารถือหุ้น 100 % จะไม่เกิดปัญหาตัวแทนของผู้ถือหุ้น จะเห็นได้ว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงทางธุรกิจอันเนื่องมาจากการบริหารงานเกิดขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fan and Wong (2002) ที่กล่าวถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารอันทำให้เกิดอำนาจของ



การควบคุมสิทธิในการออกเสียง ที่มีผลกระทบในเชิงลบต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่มีต่อสาธารณชน ทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่ผู้บริหารพยายามสร้างผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นทั้งหมด โดยใช้อำนาจของการควบคุมผ่านสิทธิในการออกเสียงของตนที่มีมากกว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

ยังกล่าวไว้เพิ่มเติมในการศึกษาของณัฐ รัตติธรรม (2541) ที่ศึกษากลไกการกำกับและควบคุมดูแลในโครงสร้างผู้ถือหุ้นหลักในกลุ่มธนาคารและสถาบันการเงิน พบว่าผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นบุคคลจะมีการตรวจสอบค่อนข้างมากกว่าผู้ถือหุ้นหลักที่เป็นสถาบัน และการศึกษาทางด้านกลไกการกำกับและดูแลของ กาญจนา ตั้งภาภรณ์ (1999) พบว่ากรรมการที่มีนามสกุลเหมือนกันมีผลต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากการมีอำนาจผูกขาด และการถือหุ้นของคณะกรรมการที่มีมากกว่าการถือเท่ากับ 5% ทำให้ผลดำเนินงานตกลง คาดว่าเป็นผลจากการกระตุ้นแรงจูงใจในการเข้ามามีส่วนในการตรวจสอบการดำเนินงานด้วยการให้ผู้บริหารถือหุ้นมากกว่าหรือเท่ากับ 15% และมากกว่าหรือเท่ากับ 50% จะมีผลทำให้การดำเนินงานสูงขึ้น อันส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์สูงขึ้นด้วยการบริหารที่มีความระมัดระวังและมีความเสี่ยงน้อยลง เนื่องจากการมีผลประโยชน์ร่วมในผลการดำเนินงานของผู้บริหารในฐานะเป็นเจ้าของมากกว่าลูกจ้าง ลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ถึงแม้ว่าในบางการศึกษา จะไม่พบความสัมพันธ์ของผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็ตาม พบว่าการบริหารงานโดยเจ้าของที่ถือหุ้นในสถาบันการเงิน มีผลในทางเดียวกันต่อพฤติกรรมความพึงพอใจในความเสี่ยงของผู้บริหารนั้น ๆ อย่างมีนัยสำคัญ ในการศึกษาของ Hassan และคณะ (2005) ที่ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นจากอัตราส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหาร กับพฤติกรรมความเสี่ยงของผู้บริหารในสถาบันการเงิน

ยังมีการศึกษาถึง ปัจจัยอื่นที่มีผลกระทบต่อความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในการศึกษาของ Nichoison (1960) อ้างถึงใน Davis (2001) ที่ศึกษาปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ คือ กำไรต่อหุ้นที่เป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และ Basu (1983) อ้างถึงใน Davis (2001) ที่ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เป็นตัวแทนด้านการเติบโตของบริษัทที่ใช้ราคาซื้อขายต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) รวมทั้ง Jaffe และคณะ (1989) อ้างถึงใน Davis (2001) ที่ศึกษาปัจจัยขนาดของบริษัทที่เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สำคัญที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อีกทั้ง Bhandari (1988) อ้างถึงใน Davis (2001) ที่พบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงจากการก่อหนี้สิน (Leverage) โดยวัดจากอัตราส่วนทางการเงิน คืออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) จะส่งผลให้บริษัทนั้นมีผลตอบแทนสูงกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า ซึ่งความเสี่ยงที่สูงมาจากความเสี่ยงของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท และส่งผลให้เกิดค่าสัมประสิทธิ์ของ beta สูงด้วย นอกจากนี้ Fama และ French (1992) อ้าง

ถึงใน Davis (2001) ยังสรุปว่า อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดของส่วนทุน (The Book-Market value of equity ratio - B/MV) และ มูลค่าตลาดของส่วนของทุน (The Market value of equity – MVE) เป็นตัวแทนของความเสี่ยงที่เป็นปัจจัยสำคัญ ในการอธิบายถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี เป็นไปตามตรรกะที่ว่าผลตอบแทนที่สูงย่อมมีความเสี่ยงสูงนั่นเองซึ่ง Markowitz (1959) อ้างถึงใน Davis (2001) ที่แสดงการวัดค่าความเสี่ยงด้วยความผันผวน (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน - Standard deviation) ของผลตอบแทนของ Portfolio และพูดถึงพฤติกรรมของการกระจายความเสี่ยงในระดับต่าง ๆ ที่สัมพันธ์กับผลตอบแทน

จากการศึกษาการศึกษาและบทความต่าง ๆ ในประเทศไทยและต่างประเทศในอดีต ที่มีการทดสอบโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่น่าสนใจในอนาคตที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์และสะท้อนถึงความกระจายความเสี่ยงของผู้บริหารที่อยู่ในโครงสร้างผู้ถือหุ้นได้เป็นอย่างดี การศึกษาในครั้งนี้จึงมุ่งที่จะทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ที่ได้กล่าวมา โดยพิจารณาสัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นสำคัญอันดับแรก ด้วยการนำการศึกษาของ พัทชา สีสวรรณ (2543) เป็นแนวทางในการสร้างตัวแปรของสัดส่วนของการถือหุ้นของผู้บริหารที่วัดค่าด้วยอัตราส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้บริหารโดยอาศัยข้อมูลในอดีตของบริษัทเพื่อความสำเร็จของการเก็บข้อมูล เนื่องจากข้อจำกัดของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เกิดขึ้นทันทีในช่วงที่เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ ควบคู่กับการนำแนวทางการวัดค่าความเสี่ยงด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนรายเดือนเฉลี่ยทั้งปีที่ใช้ในงานวิจัยของ Nuntana Panyasrivanit (2005)

ดังนั้นในบทต่อไปจะกล่าวถึงวิธีการศึกษา ผลการศึกษา และสรุปผลของการศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับความเสี่ยงจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กรณีศึกษาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย