



วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร

MUT Journal of Business Administration

ปีที่ 13 ฉบับที่ 2 (กรกฎาคม – ธันวาคม 2559)

Volume 13 Number 2 (July – December 2016)

**พัฒนาการแนวความคิดของการบริหารความเสี่ยงตามแนวทาง
ธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนกับพฤติกรรมการลงทุนของ
นักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

**Conceptual Development of Risk Management Based on Code of
Conduct Governance of the Listed Companies and Investment Behavior
of Investors in the Stock Exchange of Thailand**

คมปกพ ตรีรัตน์พันธุ์ Kompapob Treeratpant ^{1,*}, เบบุจ พรพลธรรม Ben Pornpontam ²,
พลศักดิ์ จิระไกรศิริ Associate Professor Polsuk Jirakraisiri ³,
สมเจตน์ พันธุ์โยษิต Somjet Pantukosit ⁴

¹ นักศึกษาหลักสูตรรัฐประศาสนศาสตรดุษฎีบัณฑิต วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์ นครปฐม

² Ph.D., อาจารย์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์ นครปฐม

³ Ph.D., อาจารย์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง กรุงเทพมหานคร

⁴ Ph.D., อาจารย์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์ นครปฐม

บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้านี้มีวัตถุประสงค์ (1) เพื่อศึกษาการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาล
ของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งประกอบด้วย 6 ด้าน คือ บทบาทของคณะกรรมการ การรายงานทางการเงิน
 การเปิดเผยสารสนเทศ บทบาทของบริษัทต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย แนวทางปฏิบัติด้านจริยธรรม และการ
 ปฏิบัติตามหลักการ (2) เพื่อศึกษาพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
 ประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย 4 ด้าน ดังนี้ พฤติกรรมลดทอน พฤติกรรมกดดัน พฤติกรรมขัดขวาง
 และพฤติกรรมป้องกัน (3) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารความเสี่ยงตามแนวทาง

* E-mail address: trairath_trairath@yahoo.com

ธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนกับพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิจัยใช้แนวทางเชิงปริมาณผสมผสานคุณภาพโดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลการวิจัยเชิงปริมาณเป็นหลัก และแนวการวิจัยเชิงคุณภาพเป็นการสังเคราะห์ข้อมูลสนับสนุน การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณใช้สถิติ Canonical Correlation ในการทดสอบสมมติฐาน และใช้การวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) เป็นแนวทางการสร้างตัวแบบสุดท้าย และมีประชากรศึกษาซึ่งเป็นนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 1,863 คน

ผลการทดสอบสมมติฐานโดยการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ Canonical พบว่า การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนเฉพาะด้านบทบาทของคณะกรรมการ บทบาทของบริษัทต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และการปฏิบัติตามหลักการ มีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะด้าน พฤติกรรมลดทอน พฤติกรรมกดดัน และพฤติกรรมป้องกัน อย่างมีนัยยะสำคัญ จากผลการศึกษาเบื้องต้นนำไปสู่การสร้างตัวแบบการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนกับพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ทำให้เกิดองค์ความรู้ใหม่ คือ หากต้องการให้นักลงทุนทั่วไปแสดงออกถึงพฤติกรรมการลงทุนโดยเฉพาะด้าน พฤติกรรมลดทอน พฤติกรรมกดดัน และพฤติกรรมป้องกัน จำเป็นต้องมีการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนเฉพาะด้านบทบาทของคณะกรรมการ บทบาทของบริษัทต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และการปฏิบัติตามหลักการที่ดีและชัดเจน เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนสามารถบรรลุการดำเนินการได้อย่างดี

คำสำคัญ: การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน, พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไป

ABSTRACT

The purposes of this study were to 1) investigate the risk management based on corporate governance of the registered companies in terms of board of the committee's roles, financial reporting, information technology disclosure, companies' roles upon stakeholder, ethical guidelines, following principles, 2) examine the investment behaviors of investors in the Stock Exchange of Thailand such as attenuation, pressure, interruption, and prevention, 3) explore the relationship between risk management based on corporate governance of the registered companies and the investment behaviors of investors in the Stock Exchange of Thailand. Qualitative and quantitative methods were used in this study. One thousand eight

hundred and sixty three investors in the Stock Exchange of Thailand were the population. The statistical analyses were Canonical Correlation and Path Analysis.

The results showed that: There was a significant relationship between the risk management based on corporate governance of the registered companies in terms of board of the committee's roles, companies' roles upon stakeholder, following principles and the investment behaviors of investors in the Stock Exchange of Thailand such as attenuation, pressure, interruption, and prevention. This approach led to the model of risk management based on corporate governance of the registered companies and the investment behaviors of investors in the Stock Exchange of Thailand. It was found that if the investment behaviors of investors in the Stock Exchange of Thailand such as attenuation, pressure, interruption, and prevention would be to happen, it was necessary to have risk management based on corporate governance of the registered companies in terms of board of the committee's roles, companies's roles upon stakeholder and following principles.

Keywords: Risk Management Based on Code of Conduct Governance of the Listed

Companies, Investment Behavior of Investors in the Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ปัจจุบันตลาดการเงินการลงทุนสำหรับนักลงทุนมีการจัดการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลในการลงทุนหลายรูปแบบ ซึ่งปรับให้เหมาะสมกับการขยายตัวของโลกาภิวัตน์ของระบบทุนนิยม นักลงทุนจึงสามารถติดต่อกับนักลงทุนอื่นๆ ทั่วโลกได้ง่ายขึ้น ด้วยเหตุนี้การกระทำของคนเดียว หรือกลุ่มๆ เดียวจึงไม่อาจสามารถทำให้เป็นเรื่องเฉพาะของเขาเหล่านั้นได้อีกต่อไป อาทิ การไหลเข้าออกของเงินทุนของกลุ่มทุน การลงทุนซื้อหุ้นหรือพันธบัตร การดำเนินนโยบายทางการเงินการคลังของรัฐบาลทั้งในและต่างประเทศ การกระทำของนักลงทุนกลุ่มหนึ่งๆ ที่ส่งผลกระทบต่อนักลงทุนคนอื่นๆ หรือการกระทำธุรกรรมที่ไม่อาจทราบผลที่แน่นอน สิ่งที่ไหลเข้ามานอกจากโอกาสทางการเงินที่เปิดกว้างแล้วยังรวมไปถึงการขยายตัวของโอกาสในการรับรู้ความเสี่ยงและความไม่แน่นอนอีกด้วย ซึ่งสิ่งเหล่านี้อาจจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงจากน้อยไปจนถึงมากของผลตอบแทนที่ได้รับจริงต่อผลตอบแทนที่เรคาดหวังก่อนการลงทุน เช่น จะรู้ได้อย่างไรว่าในปีหน้าหุ้นที่ซื้อไว้ราคาจะเป็นเท่าที่นักวิเคราะห์บอกเอาไว้ ในขณะที่ราคาน้ำมันยังคงผันผวน การก่อกำเนิดที่เพิ่มขึ้นของรัฐบาลที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาว รวมไปถึงเสถียรภาพทางการเมืองยังคงต้องใช้เวลาในการปรับตัว ยังคงเป็นตัวแปรที่ไม่สามารถควบคุมได้ นักลงทุนจึงมีเป้าหมายในการพยายามปรับตัวเพื่อให้สามารถจัดการบริหารกับความเสี่ยงให้ดีขึ้น ดังนั้นก้าวแรกที่สำคัญสำหรับนักลงทุน คือ การทำความเข้าใจความ

แตกต่างระหว่างความเสี่ยงและความไม่แน่นอน และประเภทของความเสี่ยงทางการเงินก่อน (Thaler and Johnson, 1990: 11-24)

สถานการณ์ปัจจุบัน

ปัญหาที่นักลงทุนส่วนใหญ่ประสบและไม่ทราบว่าเป็นปัญหา คือ การไม่รู้ขีดความสามารถในการรับความเสี่ยงของตนเอง แต่มีความต้องการลงทุนในตราสารทางการเงินที่ให้ผลตอบแทนสูง จึงจัดสรรเงินลงทุนในตราสารที่มีความเสี่ยงที่ไม่เหมาะสม เช่น นักลงทุนที่มีความสามารถหารายได้สูง และรับความเสี่ยงได้สูง อาจจะไม่มีความรู้ในตราสารทางการเงินที่มีความซับซ้อน เช่น ตราสารอนุพันธ์ จึงลงทุนส่วนใหญ่ในเงินฝาก ทำให้เสียโอกาสในการได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ในทางกลับกันนักลงทุนที่อยู่ในช่วงวัยเกษียณ มีโอกาสในการหารายได้ประจำน้อยลง อาจใช้เงินบำนาญก่อนสุดท้ายของชีวิตมาลงทุนในตราสารอนุพันธ์ หรือตราสารที่มีความเสี่ยงสูง บางรายอาจกู้เงินมาลงทุน หรือลงทุนในตราสารที่ไม่มีความรู้ความเข้าใจ เมื่อเกิดความเสียหายขึ้นไม่สามารถหารายได้จากแหล่งอื่นได้ จนเกิดเป็นหนี้สินจำนวนมาก การขาดความรู้ความเข้าใจด้านความเสี่ยงและผลตอบแทน ความเข้าใจพื้นฐานตราสารทางการเงินแต่ละประเภทของนักลงทุนอาจนำไปสู่พฤติกรรมการซื้อขายที่ไม่เป็นเหตุเป็นผล คือ นักลงทุนตอบสนองต่อปัจจัยต่างๆ ทั้งหมด ไม่ว่าจะปัจจัยชั่วคราว ปัจจัยพื้นฐาน รวมถึงปัจจัยที่ไม่ใช่พื้นฐาน ส่งผลให้ลักษณะการซื้อขายของนักลงทุนกลุ่มนี้ ไม่มีเหตุผลและคาดการณ์ได้ยาก เพราะตอบสนองต่อข่าวทุกประเภท ทั้งข่าวสารที่เป็นปัจจัยพื้นฐานและข่าวลือ ซึ่งนำไปสู่การซื้อขายปริมาณมาก ซื้อขายบ่อยครั้ง แต่ขาดความแม่นยำ ทำให้เสียโอกาสในการได้รับผลตอบแทนที่ดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557: 1-2)

มี 4 ข้อผิดพลาดที่พบบ่อยในบัญชีการลงทุนและวิธีหลีกเลี่ยงข้อผิดพลาดเหล่านี้ ได้แก่ 1) การขายหุ้นเพราะราคาตลาดเพิ่มขึ้น การขายหุ้นแบบนี้ถึงแม้จะได้กำไรจากส่วนต่างของราคาในวันนี้ แต่มันอาจเทียบไม่ได้เลยกับกำไรที่นักลงทุนอาจจะได้รับในอนาคต ก่อนตัดสินใจขายหุ้น นักลงทุนไม่ควรดูแค่ราคาเพียงอย่างเดียว แต่ควรมองกลับไปที่ยุทธศาสตร์พื้นฐานของบริษัทและทบทวนให้ดีเสียก่อนว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทมีนัยเชิงบวกเพียงใด โอกาสในการเติบโตของกำไรเป็นอย่างไร และบริษัทมีโอกาสที่จะไปถึงเป้าหมายที่นักลงทุนตั้งไว้มากน้อยเพียงใด 2) การขายหุ้นเพราะราคาตลาดลดลง หากนักลงทุนเพิ่งเริ่มถือหุ้นได้เพียงระยะสั้นภายใน 1 ปี แล้วราคาหุ้นลดลงอย่างมาก นักลงทุนควรตรวจสอบปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจซื้อหุ้นเข้าบัญชีว่ายังคงใช้ได้หรือไม่ เพราะราคาตลาดนั้นเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาหนึ่งๆ และการซื้อหุ้นที่ราคาสูงแต่ขายในราคาที่ต่ำกว่าไม่สามารถทำให้การลงทุนมีกำไรได้ หากบริษัทมีพื้นฐานดีและมีผลการดำเนินงานเติบโตตามการวิเคราะห์ ราคาตลาดอาจปรับขึ้นภายหลังในระยะยาว อย่างไรก็ตาม สำหรับหุ้นจำพวกนี้นักลงทุนอาจตรวจสอบอย่างใกล้ชิดเพราะบริษัทมีความเสี่ยงที่จะมีปัญหาเกิดขึ้นมากกระทบปัจจัยพื้นฐานได้ 3) ไม่ขายหุ้นเพราะราคาตลาดลดลง ราคาตลาดที่ลดลงอาจมาจาก 2 สาเหตุหลักๆ คือ ราคาตลาดไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท หรือการวิเคราะห์ผิดพลาดของนักลงทุนตอนตัดสินใจซื้อหุ้น หากสาเหตุมาจากอย่างหลัง แต่นักลงทุนยังเชื่อว่าตนเองนั้นถูกเสมอหรือคาดหวังว่าราคาตลาดต้องสูงขึ้นอย่างแน่นอนในکمภาพ ดริ์ตัมพันธ์ และคณะ

อนาคต ก็จะทำให้ยิ่งขาดทุนเพิ่มขึ้นจากการถือหุ้นนั้นต่อไปเรื่อยๆ ในทางกลับกันหากทำการวิเคราะห์แล้วพบว่า ราคาตลาดไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนควรจะคิดต่อไปว่าอีกนานเท่าไรตลาดจึงจะสะท้อนมูลค่าที่แท้จริง หรือมีเหตุการณ์อะไรที่จะสามารถทำให้ตลาดรับรู้มูลค่าที่แท้จริงได้ และตัวนักลงทุนเองนั้นสามารถอดทนรอจนกว่าจะถึงเวลานั้นได้หรือไม่ 4) ไม่ขายหุ้นเพราะราคาตลาดเพิ่มขึ้นเป็นไปได้อีกเช่นกันที่นักลงทุนไม่คิดจะขายหุ้นด้วยเหตุผลที่ว่าหุ้นนั้นให้ผลตอบแทนที่ดีในอดีตถึงแม้ว่าการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีตจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่ใช้ประกอบการตัดสินใจในการซื้อหุ้น แต่ราคาในอดีตนั้นไม่สามารถรับประกันผลตอบแทนในอนาคตได้ นักลงทุนสามารถหลีกเลี่ยงข้อผิดพลาดในการลงทุนเหล่านี้ได้ด้วยการตรวจสอบหลักทฤษฎีในกรอบกรอบของตนเอง และให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัทที่เป็นตัวกำหนดผลตอบแทนที่แท้จริงทั้งในด้านราคาตลาดและการจ่ายปันผลเพื่อให้ได้หุ้นที่เหมาะสมสำหรับการถือครองในระยะยาว (ชิสา, 2557: 5)



รูปที่ 1: รูปแบบการซื้อหลักทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับผลกำไรหรือขาดทุนของนักลงทุนบุคคล

รูปแบบการซื้อที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลกำไรหรือขาดทุนของนักลงทุน	
1. ซื้อหุ้นเพิ่มเติมเมื่อ SET Index มีแนวโน้มว่าจะขึ้นจากการประเมิน	10. ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าตลาดสูง
2. ซื้อหุ้นเมื่อมีข่าวหรือประกาศว่าผลประกอบการดี	11. ซื้อหุ้น ณ ราคาเปิด
3. ซื้อหุ้นที่ได้รับเงินปันผล, Warrant (XD, XR, XM, XW)	12. ขายที่ราคาต่ำแล้วกลับเข้าซื้อในราคาสูง
4. ซื้อแบบ Day Trade	13. ซื้อหุ้นที่ราคาอยู่ในช่วงราคากว้าง

รูปแบบการซื้อที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลกำไรหรือขาดทุนของหลักทรัพย์	
5. ทอยยซื้อตามราคาที่ลดลง	14. ซื้อหุ้นเมื่อหลุดแนวรับ
6. ซื้อหุ้นที่มีมูลค่าซื้อขायมาก	15. ซื้อหุ้นที่ราคาต่ำกว่าราคาเฉลี่ยของวัน
7. ซื้อตอนหุ้นวิ่ง (ใส่ราคาเพราะกลัวตกรถไฟ)	16. ซื้อหุ้นเมื่อทะเลแนวต้าน
8. ซื้อหุ้นตามแนวรับ	17. ซื้อหุ้นที่ราคาเปิดสูงกว่าราคาปิดในวันก่อนหน้า
9. ทอยยซื้อตามราคาที่สูงขึ้น	

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557. ประวัติและบทบาท. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

พัฒนาการของแนวคิดเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน

ปัจจุบันการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในทางธุรกิจ ว่าเป็นกิจกรรมที่กิจการต้องทำ เพราะในเบื้องต้นการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลเป็นกิจกรรมที่กิจการทำเพื่อไม่ให้เกิดความเสียหายต่อบริษัทจดทะเบียน หรือหากมีความเสียหายเกิดขึ้นจริง ความเสียหายนั้นต้องมีระดับที่ฐานะทางการเงินของบริษัทยังรองรับได้ โดยการบริหารความเสี่ยงเกิดขึ้นได้จากกิจกรรมการลดโอกาสของการเกิดเหตุการณ์ที่ไม่พึงประสงค์แล้ว ก่อให้เกิดความเสียหายแก่กิจการ หรือลดขนาดความเสียหายลง ขนาดกิจกรรมที่จะเกิดความเสียหาย ซึ่งการรักษาทรัพย์สินและมูลค่าของกิจการเป็นกิจกรรมที่กิจการโดยผู้บริหารและพนักงานทุกคนพึงปฏิบัติ

การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลยังมีความสำคัญเพราะในระดับนานาชาติและในระดับชาติ ถือเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ในปี พ.ศ. 2544 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คาดหวังให้บริษัทจดทะเบียนมีการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาล หากกิจการใดที่ขาดการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาล สามารถพิจารณาได้ว่า เป็นกิจการที่ไม่มีการกำกับดูแลที่ดี จึงขาดลักษณะของกิจการที่พึงประสงค์จากมุมมองผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลสามารถสร้างมูลค่าแก่กิจการได้ในระดับที่สูงขึ้น และมูลค่าที่สูงขึ้นสามารถวัดได้อย่างเป็นรูปธรรม จึงสนับสนุนการดำเนินงานของกิจการเพื่อสร้างมูลค่าแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในระดับที่สูงที่สุด แนวความคิดที่การบริหารความเสี่ยงสามารถสร้างมูลค่าให้กิจการได้ในระดับสูงขึ้นไป เป็นเหตุผลหนึ่งซึ่งทำให้การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลเป็นที่ยอมรับของกิจการทั้งหลาย และนำไปปฏิบัติมากขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557: 1-2)

การบริหารความเสี่ยงถือได้ว่าเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพราะกิจการทุกกิจการจะต้องเผชิญกับความเสียหายหลากหลายรูปแบบ การทำความเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลประโยชน์ของธุรกิจ ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นและผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น จึงเป็นสิ่งที่สำคัญมาก การบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพและโปร่งใส ย่อมสอดคล้องกับแนวทางของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้ผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะ ภาครัฐ ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ พนักงาน มีความเชื่อมั่นว่าบริษัทมีความมั่นคงและสามารถดำเนินงานให้บรรลุตามวัตถุประสงค์ของกลยุทธ์ภายใต้

ภารกิจได้ โดยมีการบริหารให้ระดับความเสี่ยงอยู่ในระดับที่เหมาะสม และตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการที่อัตราผลตอบแทนสูง โดยคำนึงถึงความเสี่ยงประกอบ นอกจากนี้การบริหารความเสี่ยงยังมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับการควบคุมภายใน การบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลมีส่วนงานที่เกี่ยวข้องและต้องประสานงานกันอย่างใกล้ชิด ถือเป็นส่วนประกอบสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Crockford and Neil, 1986: 3-6)

จากการสังเคราะห์ตัวอย่างแหล่งที่มาและคำนิยามความหมายของการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน ผู้เขียนขอสรุปพัฒนาการแนวคิดของการบริหารความเสี่ยงตามแนวทางธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน โดยสามารถแบ่งได้เป็น 2 ยุค ดังนี้

ยุคที่ 1 ยุควิหภัยล้อมคอก

ยุคนี้เริ่มจากที่ ชาวตะวันตกมีแนวคิดหนึ่ง ที่ว่า “วีรบุรุษ” จะถือกำเนิดขึ้นมาได้ก็ต่อเมื่อมี “ผู้ร้าย” เกิดขึ้นมาก่อน คล้ายกับความเชื่อของจีนที่ว่า “สถานการณ์สร้างวีรบุรุษ” ซึ่งก็คือ กว่าจะมีคนลุกขึ้นมาทำเรื่องที่ดีอย่างจริงจัง ก็มักต้องเกิดสถานการณ์เลวร้ายเสียก่อน ดังคำพังเพยของไทยที่ว่า “วิหภัยล้อมคอก” นั่นก็คือจุดกำเนิดและเติบโตของแนวคิดการบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาล ซึ่งเข้ากับลักษณะดังกล่าวข้างต้น เพียงแต่ “วิหภัย” นั้น ตัวใหญ่โตและมีมูลค่ามหาศาล ทั้งในฝั่งของสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกา (Crockford and Neil, 1986 : 3-6)

วิหภัยที่สำคัญๆ ซึ่งมักถูกเอ่ยถึงในประวัติศาสตร์การบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาลในสหราชอาณาจักร นั่นคือ Bank of Credit and Commerce International (BCCI) ซึ่งถือเป็น ธนาคารเอกชนที่ใหญ่เป็นอันดับ 7 ของโลก โดยมีสาขา มากกว่า 400 แห่ง ใน 78 ประเทศ และมีสินทรัพย์รวม มากกว่า 20,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่ต้องถูกปิดกิจการไปในปี ค.ศ. 1991 หลังพบหลักฐานว่าเกี่ยวข้องกับ การฟอกเงินและอาชญากรรมทางการเงินมากมาย รวมทั้งเป็นแหล่งเงินสำคัญของหน่วยก่อการร้ายระหว่างประเทศ BCCI ถูกขนานนามว่าเป็น “The World Sleaziest Bank” บนปกหน้าของนิตยสาร Time ทั้งนี้ หลังจากถูกปิดไป BCCI ยังเหลือหนี้ค้างชำระถึง 7,000 ล้านดอลลาร์ และยังทำธนาคารแห่งชาติของอังกฤษในฐานะผู้กำกับดูแลระบบธนาคารถูกฟ้องในข้อหา “บกพร่องต่อหน้าที่” ในวงเงินที่สูงถึง 1,800 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปีเดียวกันก็เกิดกรณีการโกงเงินจากกองทุนสำรอง เลี้ยงชีพ (Pension Fund) ในบริษัทมหาชน 2 แห่ง คือ Maxwell Communication Corporation และ Mirror Group Newspapers ซึ่งทั้งหมดนี้ไว้กว่า 7,000 ล้านดอลลาร์ และทำให้สมาชิกกองทุนกว่า 32,000 ราย สูญเสียเงินที่สะสมไว้ใช้หลังเกษียณไปกว่า 990 ล้านดอลลาร์ ส่งผลให้ในเดือนพฤษภาคม ค.ศ. 1991 สภารายงานทางการเงิน (Financial Reporting Council) ตลาตหลักทรัพย์แห่งลอนดอนและกลุ่มวิชาชีพผู้สอบบัญชี ร่วมกันตั้งคณะกรรมการมิตทางการเงินของบรรษัทภิบาล (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance) ขึ้นโดยมี Sir Adrian Cadbury เป็นประธาน และมีแนวทางสำคัญออกมา ในปี ค.ศ. 1992 คือข้อกำหนดแนวปฏิบัติที่ดีที่สุด (The Code of Best Practices) ซึ่งเป็นเหมือน “แม่บท” ที่ถูกพัฒนาต่อเนื่องจากกลายเป็นแนวปฏิบัติธรรมาภิบาลที่ใช้กันอย่างกว้างขวางในปัจจุบัน ทั้งใน สหราชอาณาจักรและกลุ่มประเทศยุโรป (Thiessen, 2001: 2-5)

เข้ามาที่ฝั่งสหรัฐอเมริกาว่าตัวใหญ่ซึ่งหายไปในปี 2001 จนกลายเป็นคดีที่โด่งดังไปทั่วโลกคือ บริษัทด้านพลังงานชื่อ Enron ที่ใช้วิธีการตกแต่งทางบัญชีเพื่อปกปิดข้อมูลผลขาดทุนหลายพันล้านเหรียญ ซึ่งเมื่อถูกเปิดเผยออกมาทำให้ราคาหุ้น จากหุ้นละ 90 เหรียญ ตกลงมาเหลือเพียงหุ้นละ 10 เซ็นต์ ในเวลา 1 ปี ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นสูญเสียเงินไปถึง 11,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และกลวิธีการโกงในรอบนี้ ไม่เพียงทำให้บริษัท Enron ต้องล้มละลายเท่านั้น ยังจุดรั้งให้บริษัทสอบบัญชีหนึ่งในห้ารายใหญ่ของโลกอย่าง Arthur Andersen ต้องเสื่อมเสียชื่อเสียงจนกระทั่งไม่สามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ แต่เพียงปีเดียวเท่านั้นที่ Enron ทำลายชื่อเสียงในฐานะการล้มละลายครั้งใหญ่ที่สุดในประวัติศาสตร์ของสหรัฐอเมริกา ก็ถูกแซงหน้าด้วยตัวใหม่อย่างบริษัทยักษ์ใหญ่ด้านโทรคมนาคมทางไกลที่ชื่อ WorldCom โดยหลักฐานว่าบันทึกรายได้สูงเกินความเป็นจริงไปมากกว่า 11,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์รวมสูงถึง 104,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ก็ต้องล้มละลายและปิดกิจการไป เช่นเดียวกันและยังมีตัวใหญ่อีกหลายตัวที่หายไปในปี 2002 เช่น บริษัท Tyco International, Adelphia Communications และ Global Crossing ซึ่งไม่เพียงสร้างความสูญเสียให้กับบรรดาผู้ถือหุ้นและนักลงทุนต่างๆ ยังสั่นคลอนความเชื่อมั่นของสาธารณชน และนานาชาติที่มีต่อความซื่อสัตย์ โปร่งใส และรอบคอบในการบริหารกิจการของผู้บริหาร ประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาลของคณะกรรมการบริษัท และความเชื่อถือได้ของผู้สอบบัญชีอิสระที่ถือว่ามีหน้าที่รับผิดชอบในการให้ความเห็นต่อรายงานทางการเงินของบริษัท (Dale, 1996: 9)

ส่งผลให้ในปี ค.ศ. 2002 สภาองเกรสของสหรัฐอเมริกา ต้องทำงานร่วมกับตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก และกลุ่มวิชาชีพผู้สอบบัญชีโดยมีผลผลิตสำคัญคือ Sarbanes-Oxley Act หรือ Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act ซึ่งเป็นกฎหมาย “แม่บท” ที่กำหนดมาตรฐานและแนวปฏิบัติต่างๆ ที่สำคัญ สำหรับคณะกรรมการบริษัท ผู้บริหาร และผู้สอบบัญชีในบริษัทมหาชน เพื่อคุ้มครองสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและนักลงทุน รวมทั้งเรียกคืนความเชื่อมั่นที่ขาดหายไปให้กลับคืนมา ปรากฏการณ์ล้มและล้มเหลวของบริษัทขนาดใหญ่ เช่น Delta Airline และ Northwest Airlines ในอุตสาหกรรม การบินในปี ค.ศ. 2005 รวมทั้ง Lehman Brothers และ Washington Mutual สถาบันการเงินในปี 2008 ตลอดจน Chrysler และ General Motors ในอุตสาหกรรมรถยนต์ในปี ค.ศ. 2009 ก็ยังคงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้เกิดการออกกฎหมายที่มุ่งผลในด้านธรรมาภิบาลที่สำคัญอีกหนึ่ง ฉบับในปี ค.ศ. 2010 คือ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ซึ่งยิ่งตอกย้ำให้เห็นชัดถึงแนวปฏิบัติ ธรรมาภิบาลในสหรัฐอเมริกาว่ามีลักษณะที่ค่อนข้างเข้มงวดในเชิง “บังคับโดยใช้ข้อกฎหมาย” เป็นหลักสำคัญ (Pareto Cathy M, 2003: 8-11)

ยุคที่ 2 ยุคผลกระทบสู่นานาชาติ

ปรากฏการณ์ว่าหายนาล้มคอกที่เกิดขึ้นใน 2 ประเทศ ยักษ์ใหญ่ไม่เพียงสะท้อนปัญหาความร่วมมือในการบริหารและการกำกับดูแลกิจการเท่านั้น หากแต่ยังสะท้อน ปัญหาใหญ่ในระดับพื้นฐานของการดำเนินธุรกิจบนปรัชญาทุนนิยม ที่แพร่หลายในช่วงทศวรรษ 1980 – 1990 ที่ว่า “ความโลภเป็นสิ่งดี” (Greed is Good) ในความหมาย ที่ว่าความไม่รู้จักพอ ความไม่พอใจในสิ่งที่มีอยู่ นำไปสู่ การดิ้นรนเพื่อสร้างสรรค์สิ่งใหม่ๆ ที่ดีขึ้น และความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจที่เพิ่มสูงขึ้น แต่เมื่อความโลภเหล่านั้นนำพาคมภพ ตริตันพันธุ และคณะ

ผู้บริหารไปสู่ “การมุ่งไปสู่จุดหมายโดยไม่สนใจวิธีการ” สิ่งเลวร้ายต่างๆ จึงเกิดขึ้นและสร้างความเสียหายให้กับ ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนที่ไม่เข้าใจข้อบกพร่อง และกลวิธีต่างๆ ที่นำมาใช้ในการสร้างความมั่งคั่งและการเติบโตที่บางครั้งเป็นเพียงภาพลวงตาภายนอก และส่วนใหญ่ไม่ได้ อยู่บนพื้นฐานที่จะสร้างความยั่งยืนให้กับกิจการ และด้วยโลกาภิวัตน์ที่ทำให้พัฒนาการทางเศรษฐกิจและการลงทุนของประเทศต่างๆ ในโลกเชื่อมต้อและพึ่งพิงซึ่งกันและกัน อย่างใกล้ชิดมากขึ้นเรื่อยๆ ในปัจจุบัน ทำให้ความกังวลที่มีต่อปรากฏการณ์ข้างต้นเพิ่มมากขึ้นเป็นทวีคูณ เนื่องจากการล้มของบริษัทข้ามชาติขนาดใหญ่รายใดรายหนึ่งในยุคโลกาภิวัตน์มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าทางเศรษฐกิจและการจ้างงานจำนวนมากของอีกหลายบริษัทในหลายประเทศทั่วโลก ดังนั้น ความร่วมมือของรัฐบาลในประเทศต่างๆ ทั่วโลก ที่จะผลักดันระบบธรรมาภิบาล ให้เกิดขึ้นกับบริษัทขนาดใหญ่ โดยเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ระดมทุน จากนักลงทุนในวงกว้างทั่วโลกจึงเกิดขึ้นผ่านองค์กรที่เรียกว่า OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) ด้วยการออกข้อกำหนดมาตรฐานธรรมาภิบาลเพื่อใช้เป็นแนวปฏิบัติ ร่วมกันสำหรับประเทศสมาชิก (OECD Principles of Corporate Governance) ในปี ค.ศ. 1999 และออกฉบับปรับปรุงใหม่ในปี 2014 นอกจากนี้ ยังได้ออกแนวทางสำหรับธรรมาภิบาลในรัฐวิสาหกิจ (OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises) ในปี ค.ศ. 2005 และข้อเสนอแนะเพื่อการปรับปรุง ความโปร่งใสและความพร้อมรับผิดชอบของรัฐบาล (Accountability and Transparency: a Guide for State Ownership) เป็นการเพิ่มเติมอีกในปี ค.ศ. 2010 ความพยายามร่วมมือของประเทศต่างๆ ผ่าน OECD ตั้งอยู่บนพื้นฐานความเชื่อว่า การปฏิบัติตามหลักธรรมาภิบาล ไม่เพียงแต่จะช่วยลดความเสี่ยงจากการล้มเหลวของบริษัท อันเนื่องมาจากความไม่โปร่งใสเท่านั้น หากแต่ยังช่วยเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจให้กิจการ เพราะช่วยให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่า และมีต้นทุนทางการเงินที่ถูกกว่า รวมทั้งยังช่วยสร้างเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจและการจ้างงาน ซึ่งหมายถึงการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาวของประเทศอีกด้วย (Dowd, 1998: 1-2)

ถึงแม้ข้อกำหนดของ OECD จะถูกยอมรับและมีการประยุกต์ใช้อย่างกว้างขวางในหลายทวีปทั่วโลก แต่ข้อกำหนดดังกล่าวก็ถูกมองว่าเป็นมาตรฐานขั้นต่ำที่พอยอมรับได้เท่านั้น เนื่องจากเป็นข้อกำหนดที่จะต้องบังคับใช้ในวงกว้างกับหลากหลายประเทศที่มีความแตกต่างกัน อย่างมากทั้งในมิติด้านเศรษฐกิจ ตลาดเงิน ตลาดทุนองค์กรกลางที่ทำหน้าที่กำกับดูแล การศึกษา ความก้าวหน้าทางการบัญชี ฯลฯ ทำให้องค์กรเอกชนชั้นนำ และนักลงทุนสถาบันมากกว่า 500 ราย จากกว่า 50 ประเทศทั่วโลกมารวมตัวกันตั้งองค์กรที่ไม่หวังกำไร เรียกว่า International Corporate Governance Network (ICGN) ในปี ค.ศ. 1995 โดยมีเป้าหมายที่จะยกระดับแนวปฏิบัติด้านธรรมาภิบาลทั่วโลกให้สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในลักษณะที่เป็นมาตรฐานขั้นสูง หรือเป็นแบบอย่างการปฏิบัติที่ดีที่สุด โดยได้ออกหลักการธรรมาภิบาลโลก (ICGN Global Corporate Governance Principles) ในปี ค.ศ. 2005 และออกฉบับปรับปรุงในปี ค.ศ. 2009 บนเว็บไซต์ของ ICGN แจ้งข้อมูลว่า ICGN เป็นเครือข่ายสมาชิกที่มีการลงทุนครอบคลุมในสินทรัพย์ที่มีมูลค่ารวมสูงถึง 18 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ และได้จดทะเบียนในรูปแบบบริษัท ภายใต้กฎหมายของอังกฤษไปแล้วในปี ค.ศ. 2008 (Meyer, 2006, p. 3)

นับแต่ปี ค.ศ. 2002 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญ และประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยเสนอหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้แก่บริษัทจดทะเบียน เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติในขั้นเริ่มแรก ซึ่งต่อมาในปี ค.ศ. 2006 ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบเคียงกับหลักการกำกับดูแลกิจการของ The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2004) และข้อเสนอแนะของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance - Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมุ่งหวังให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัท พัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้สามารถเทียบเคียงได้กับมาตรฐานสากล เพื่อประโยชน์ต่อบริษัท และเพื่อประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย ในปี ค.ศ. 2012 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้มีการปรับปรุงหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนอีกครั้ง โดยเป็นการปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมในส่วนของแนวปฏิบัติที่ดี ให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์ ASEAN Corporate Governance Scorecard (ASEAN CG Scorecard) ซึ่งเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้วัดระดับ “การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน” สำหรับประเทศในกลุ่ม ASEAN ทำให้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน มีความทันสมัย และสอดคล้องต่อภาวะการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในสังคมตลาดทุน และเป็นการยกระดับมาตรฐานและการปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยให้มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้น และเป็นการเตรียมความพร้อมให้แก่บริษัทจดทะเบียนไทยเข้าสู่การแข่งขันในระดับภูมิภาค ASEAN อีกด้วย (ชาติรี โรจนอาภา, 2552: 4-10)

พัฒนาการแนวความคิดของพฤติกรรมกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไป ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาพฤติกรรมกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปจะเป็นสิ่งที่เหมาะสมกับตลาดหุ้นในไทย เนื่องจากเม็ดเงินลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในไทยยังคงมีบทบาทสำคัญไม่น้อยไปกว่านักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างชาติอยู่พอสมควร และในปัจจุบันการลงทุนของนักลงทุนไม่ได้จำกัดแค่หุ้นขนาดเล็ก โดยนักลงทุนได้เข้ามาลงทุนในหุ้นกลุ่มขนาดใหญ่ และมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นบางตัวที่จำนวนหุ้นมีไม่มากนัก อย่างไรก็ตามที่ผ่านมาแนวทางการลงทุนของนักลงทุนไม่ชัดเจน และมักจะทำกำไรในระยะสั้น หรือเป็นการซื้อขายแบบเก็งกำไรรายวันมากกว่า นักลงทุนส่วนมากจะเป็นผู้ที่ประกอบอาชีพอื่นไม่ว่าจะเป็น หมอ วิศวกร นักบัญชี หรืออื่นๆ นักลงทุนกลุ่มนี้มีความเชี่ยวชาญในอาชีพของตน และมีความมั่นใจว่าการลงทุนด้วยตนเองจะประสบความสำเร็จเช่นกัน แต่จากอดีตที่ผ่านมาจะมีนักลงทุนไม่มากนักที่ประสบความสำเร็จในการลงทุน ส่วนมากจะเป็นนักลงทุนที่ทำการบ้านอย่างหนักหรือลงทุนเป็นอาชีพที่จะประสบความสำเร็จ นักลงทุนสามารถสร้างกำไรเหนือตลาดได้โดยการเข้าใจ และหลีกเลี่ยงพฤติกรรมที่ทำให้เกิดอคติทางการคิด (Cognitive Bias) พฤติกรรมชอบลองของใหม่ หรือความโลภทำ

ให้โดนเงินบังตา ที่ผ่านมานักลงทุนมักจะได้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด และนักลงทุนที่เข้าใจจัยทางพื้นฐาน มักจะมีความเชื่อมั่นในตัวเองสูงและซื้อขายบ่อยกว่า รวมถึงได้ผลตอบแทนมากกว่านักลงทุนที่ใช้วิธีทางเทคนิค (สันติ, 2553: 6)

นักลงทุนมักจะเลือกซื้อหุ้นเฉพาะที่ตนเองคุ้นเคยและรู้จักซึ่งได้ผลตอบแทนน้อย ในขณะที่ไม่ทำการบ้านเพิ่มเพื่อหาหุ้นที่ไม่คุ้นเคยแต่มีโอกาสทำกำไรมากกว่า นักลงทุนหลายคนชอบเลือกใช้วิธีการลงทุนแบบสวนกระแส ซึ่งเป็นวิธีที่เรียบง่ายแต่ต้องใช้ความอดทนสูง และสามารถทำกำไรได้เป็นกอบเป็นกำได้ในช่วงที่หุ้นฟื้นตัวดังตัวอย่างในปี ค.ศ. 2009 ที่ผ่านมา หุ้นส่วนใหญ่ฟื้นตัวกลับมาสู่ระดับก่อนวิกฤตภายในระยะเวลา 1 ปี และ นักลงทุนสามารถทำกำไรเกินเท่าตัว อย่างไรก็ตามในช่วงครึ่งปีแรกของปี ค.ศ. 2010 หุ้น P/E ต่ำกลับให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดในขณะที่หุ้น P/E สูงกลับให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาดและปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนที่ยึดติดกับกลยุทธ์การลงทุนแบบสวนทางกับตลาด ซึ่งจะทำให้ได้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด และไม่สามารถเข้าซื้อได้หากราคาหุ้นแพงขึ้นเรื่อยๆ การสรุปเช่นนี้อาจจะไม่ถูกต้องทั้งหมด เนื่องจากโดยปกติในช่วงที่หุ้นทุกตัวในตลาดปรับตัวขึ้นพร้อมกันและเหลือหุ้น ที่มี Upside สูงเหลืออยู่ไม่มากในตลาด จะเป็นช่วงที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น และผลตอบแทนต่อหนึ่งหน่วยความเสี่ยงอาจจะน้อยกว่าที่ควรเข้าไปลงทุน ซึ่งโดยทั่วไปนักลงทุนรายย่อยจะไม่ใส่ใจในเรื่องความเสี่ยงมากนัก (สันติ, 2553: 6)

ดังนั้นนักลงทุนที่เอาชนะตลาดได้จึงมีไม่มาก ซึ่งส่วนใหญ่จะต้องทำการศึกษาหุ้นและพยายามมองหาหุ้นที่ไม่เป็นที่รู้จักแต่มีมูลค่าซ่อนอยู่ ซึ่งนักลงทุนคนอื่นจะมองข้ามหุ้นเหล่านี้ส่งผลให้ตลาดประเมินราคาหุ้นไม่ถูกต้อง นักลงทุนส่วนใหญ่ในตลาดมักใช้เวลาอย่างมากในการศึกษาหุ้นที่คุ้นเคยแต่โอกาส สร้างผลตอบแทนน้อยและมักยึดติดกับกลยุทธ์การลงทุนเพียงแบบเดียว ในขณะที่ตลาดเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วและไม่มีการปรับตัวหนึ่งกลยุทธ์ใดสามารถเอาชนะตลาดได้ตลอดเวลา ทั้งนี้ นักลงทุนควรพิจารณาผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยง บางครั้งหุ้นที่มีโอกาสทำกำไรสูงอาจมีความเสี่ยงสูงมากจนไม่คุ้มค่าและควรค่าแก่การลงทุนแล้ว (ภาสิติ และคณะ, 2553: 21-23)

การลงทุนในตลาดทุนถือเป็น ทางเลือกหนึ่งของการออม การลงทุนของประชาชนไทย แต่ในปัจจุบันสัดส่วนประชาชน ที่เลือกตลาดทุนเป็นทางเลือกของการออม การลงทุนมีจำนวนไม่มาก เมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนประชากรทั้งประเทศ ซึ่งปัญหาหลักที่เป็นอุปสรรคมาจากระดับรายได้เฉลี่ยต่อคนต่อเดือน การกระจายการถือครองสินทรัพย์ทางการเงิน และระดับความรู้ทางการเงิน การลงทุน ซึ่งในการขยายฐานนักลงทุน บุคคลในตลาดทุนไทย รวมถึงการออกผลิตภัณฑ์ทางการเงินใหม่ๆ หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) และสำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จะต้องพิจารณาถึงประเด็นเหล่านี้โดยละเอียด เพื่อเป็นกรอบในการพัฒนาคุณภาพฐานนักลงทุนในตลาดทุนและวางนโยบายเชิงกลยุทธ์ต่อไป จากการสังเคราะห์ตัวอย่างแหล่งที่มาและคำนิยามความหมายของพฤติกรรมกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้เขียนขอสรุปพัฒนาการแนวคิดของพฤติกรรมกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสามารถแบ่งได้เป็น 2 ยุค ดังนี้

ยุคที่ 1 ยุคนักลงทุนประเภทผจญภัย

ยุคนักลงทุนประเภทผจญภัย (Adventure) เป็นยุคของนักลงทุนที่มีความเชื่อมั่นในตนเองสูง มีความสุขในการตัดสินใจ ใช้ชีวิตอยู่กับความไม่แน่นอน และเมื่อต้องการตัดสินใจ ก็มักจะตัดสินใจแบบทันที โดยขาดการไตร่ตรองให้เกิดความรอบคอบ ซึ่งเป็นการลงทุนแบบมุ่งหวังผลตอบแทนเป็นหลัก (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546 หน้า 3) จากลักษณะดังกล่าวข้างต้นมีส่วนคล้ายคลึง กับการมีบุคลิกภาพแบบเป็นบุคคลที่มีความสนใจในความคิดและความรู้สึกของตนเอง มักจะหมกมุ่นอยู่กับความคิดและความรู้สึกของตนเอง ไม่สนใจ สังคมภายนอก เป็นคนค่อนข้างเจ้าจบและมีเหตุผลเป็นของตนเอง เป็นบุคคลที่ไม่สนใจ ผู้อื่นนอกจากตนเอง มีความต้องการควบคุมคนอื่นให้ยอมรับ ในความคิดเห็นของตนเอง โดยเชื่อว่าตนเองมีแนวทางของการตัดสินใจที่มีเหตุผลเพียงพอ สามารถสะท้อนถึงจิตวิทยาที่อาจจะเกิดขึ้นกับการเป็นนักลงทุนประเภทผจญภัยที่อาจจะนำความเดือดร้อนมาสู่ตนเองได้ เพราะอาจจะก่อให้เกิดพฤติกรรมที่นอกกลุ่มนอกทาง และพฤติกรรมที่ขาดสติในการตัดสินใจได้ (Smitten, 2001: 127-150) เนื่องจากการเป็นนักลงทุนประเภทผจญภัยจะมีความคิดเห็นของตนเป็นพื้นฐานในการกำหนดแนวทางของจิตวิทยา ที่มีผลต่อการตัดสินใจโดยไม่รู้ตัวเอง วิธีการที่สามารถทำให้เกิดความเข้าใจกับอุปสรรคทางจิตวิทยาเหล่านี้ได้ คือ การจัดกระบวนการทางจิตวิทยาที่อยู่บนพื้นฐานของความถูกต้องในสถานการณ์ขณะนั้น นอกจากนี้การค้นหากฎเกณฑ์ที่มีความเป็นมาตรฐานและความถูกต้องมากกว่าการใช้ประสบการณ์แบบไม่ตั้งใจมาเป็นพื้นฐานการตัดสินใจในการลงทุน อาจทำให้เกิดความผิดพลาดและความเสียหายขึ้นได้ (Graham, 1951 : 110-126)

นักลงทุนที่เริ่มก้าวสู่ตลาดหุ้นหากประเมินความเฉลียวฉลาดและความสามารถของผู้อื่นต่ำ จะมีความหลงตัวเองได้ง่ายและมีความคิดเห็นที่ตนเองสามารถคาดคะเนสถานการณ์ของการลงทุนได้เป็นอย่างดี ก็อาจจะทำให้เกิดความผิดพลาดในการลงทุนได้ ซึ่งรวมถึงเมื่อนักลงทุนต้องเผชิญกับสถานการณ์ที่ยากแก่การตัดสินใจก็มักจะใช้เหตุการณ์ที่ผ่านมาเป็นกระจกมองหาหนทาง (Festinger, 1957: 10-16) ซึ่งเป็นสิ่งที่ค่อนข้างอันตราย เนื่องจากตลาดหุ้นเปรียบเสมือนตลาดของการแข่งขันของนักลงทุนอื่นๆ ที่มีความรู้และความสามารถที่มีความแตกต่างกันมีความผันผวนไม่แน่นอนตลอดเวลา ซึ่งการประเมินความรู้และความสามารถของนักลงทุนรายอื่นๆ ต่ำไป และทำให้รู้สึกว่าการคาดคะเนอนาคตเป็นเรื่องง่าย แต่ความจริงกลับกลายเป็นการสร้าง ความเชื่อมั่นในตนเองมากเกินไปซึ่งจะมีผลเสียมากกว่าผลดีในการลงทุน (Wettstein, 1977: 6-27)

ยุคที่ 2 ยุคนักลงทุนประเภทผู้พิทักษ์

ยุคนักลงทุนประเภทผู้พิทักษ์ (Guardian) เป็นยุคที่นักลงทุนมักจะมีคามระมัดระวังรอบคอบค่อนข้างละเอียด และมีความวิตกกังวลมาก อีกทั้งยังเป็นคนที่รู้จักข้อจำกัดของตนเองและกลัวการตัดสินใจ ดังนั้นในการลงทุนมักจะมีใจที่เต็มใจที่จะมอบความไว้วางใจ กับผู้จัดการกองทุนมืออาชีพเข้ามาช่วยในการจัดการลงทุนและมีความพอใจที่จะลงทุนแบบรอรับผลประโยชน์ (Fisher, 1984: 47-113) โดยทัศนคติจะมีผลต่อพฤติกรรม ซึ่งทัศนคตินั้นอาจเกิดขึ้นมาจากการติดต่อสื่อสารในรูปแบบต่างๆ เช่น การเขียน การพูดคุย เป็นต้น และสามารถส่งผลโดยตรงต่อพฤติกรรมที่เกิดขึ้น ดังนั้นการเป็นนักลงทุนประเภทผู้พิทักษ์จะมีข้อจำกัดในตนเองในการลงทุน ถึงแม้ว่าตนเองจะมีความรอบคอบครบถ้วน ตรีรัตนพันธุ์ และคณะ

ละเอียดก็ตาม การที่จะทำให้การเป็นนักลงทุนประเภทผู้พิทักษ์เกิดประโยชน์สูงสุด จะต้องพยายามหาผู้จัดการกองทุนมืออาชีพที่มีความรู้และประสบการณ์ในการลงทุนสูง ตลอดทั้งมีความซื่อสัตย์และจริงใจ ทั้งนี้ผู้ลงทุนอาจจะตรวจสอบจากผลการดำเนินงาน รวมถึงประกาศนียบัตรด้านวิชาชีพทั้งทางด้านการทำงานและจรรยาบรรณเป็นบรรทัดฐานในการตัดสินใจ (Lynch, 1993: 305-307)

การตรวจสอบความรู้และประสบการณ์ของผู้จัดการกองทุนมืออาชีพ ถ้านักลงทุนมีความระมัดระวังรอบคอบและมีความละเอียดในการลงทุนแต่ละครั้ง โดยข้อมูลที่นักลงทุนสามารถพิจารณาผู้จัดการกองทุนมืออาชีพในด้านความรู้และประสบการณ์ ผู้จัดการกองทุนมืออาชีพควรมีความรู้ในเรื่อง ดังนี้ อัตราเงินปันผล (Yield) แนวโน้มใหม่ (New Trend) แนวโน้มผลกำไร (Earning Trend) ผลประกอบการปีก่อน (Past Year's Performance) แนวโน้มอัตราผลกำไร (Profit Margin Trend) แนวโน้มกำไรต่อหุ้นต่อปี (Earning Per Share Yearly Trend) อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Price-earning Ratio) สภาพคล่องคงค้าง (Shares Outstanding) แนวต้าน (Resistance Trend) แนวรับ (Support Trend) (Templeton, 1993: 1-17)

นอกจากนี้นักลงทุนจะต้องติดตามข้อมูลข่าวสารตลอดเวลา ถึงแม้ว่าจะมีผู้จัดการกองทุนมืออาชีพก็ตาม การประสานข้อมูล และประสบการณ์ของนักลงทุน กับผู้จัดการกองทุนมืออาชีพ จะทำให้โอกาสของการได้ผลตอบแทนของการลงทุน ในตลาดหุ้น มีแนวโน้มที่ผู้ลงทุนมีระดับความพึงพอใจสูง (Sperandeo, 1994: 8-11)

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมจึงนำไปสู่การกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัย ซึ่งสามารถสร้างกรอบแนวคิดการวิจัยได้ดังตัวแบบที่ 1 ดังนี้

ตัวแบบที่ 1 กรอบแนวความคิดการบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนกับพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย		
IV การบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน	↔	DV พฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
IV 1 บทบาทของคณะกรรมการ		DV 1 พฤติกรรมลดทอน
IV 2 การรายงานทางการเงิน		DV 2 พฤติกรรมกดดัน
IV 3 การเปิดเผยสารสนเทศ		DV 3 พฤติกรรมขัดขวาง
IV 4 บทบาทของบริษัทต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย		DV 4 พฤติกรรมป้องกัน
IV 5 แนวทางปฏิบัติด้านจริยธรรม		
IV 6 การปฏิบัติตามหลักการ		

ผลการวิจัย

สรุปผลการวิจัย คือ การบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน^{IV} ด้วยการพัฒนาด้าน บทบาทของคณะกรรมการ^{IV1} บทบาทของบริษัทต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย^{IV4} และการปฏิบัติตามหลักการ^{IV6} ในระดับปานกลาง มีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย^{DV} ในด้านพฤติกรรมลดทอน^{DV1} พฤติกรรมกดดัน^{DV2} และพฤติกรรมป้องกัน^{DV4}

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะตามการพัฒนาตัวแบบการบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนกับพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังต่อไปนี้

1. ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงตามหลักธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียน

1.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

1.1.1 ควรกำหนดนโยบายเพื่อดูแลและปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มต่างๆ เช่น พนักงาน ชุมชน และสังคม อย่างเท่าเทียมกันและเป็นธรรม โดยคำนึงถึงสิทธิที่ควรมีของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และไม่กระทำการใดๆ ที่เป็นการละเมิดสิทธิ โดยมีมาตรการชดเชยกรณีผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้รับความเสียหายจากการละเมิดสิทธิ รวมทั้งสนับสนุนการมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย โดยการเปิดเผยข้อมูลให้รับทราบตามความเหมาะสม

1.1.2 ควรให้ความสำคัญในการกำหนดทิศทาง นโยบาย เป้าหมาย เพื่อให้การปฏิบัติงานของบริษัทจดทะเบียนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิผลและบรรลุวัตถุประสงค์ภายใต้กรอบความโปร่งใส มีจรรยาบรรณและความรับผิดชอบที่ดี

1.2 ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ

1.2.1 ควรจัดให้มีแนวทางในการกำกับและติดตามการดำเนินการ รวมถึงการเข้าถึงข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในส่วนต่างๆ เพื่อให้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ที่กำหนด และสามารถพิจารณาข้อปัญหาที่เกิดขึ้น เพื่อจะได้ปรับปรุงแก้ไขได้ทันเวลา โดยคณะกรรมการต้องยึดมั่นต่อการปฏิบัติหน้าที่ด้วยความระมัดระวัง และซื่อสัตย์สุจริต

1.2.2 ควรจัดให้มีระบบการกำกับและตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ รวมทั้งมีการสื่อสารให้คณะกรรมการตระหนัก และปลูกฝังจิตสำนึกที่ดีถึงหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการต่อบริษัทจดทะเบียน

1.3 ข้อเสนอแนะเชิงวิชาการ

1.3.1 คณะกรรมการซึ่งประกอบด้วยผู้ที่มีความรู้ความสามารถและประสบการณ์ที่สอดคล้องกับพันธกิจ และสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ที่สำคัญคือต้องเป็นผู้มีความซื่อตรง ยึดถือความถูกต้องเป็นหลัก

1.3.2 ควรมีการบวนการสรรหา การแต่งตั้ง วาระการดำรงตำแหน่ง และการกำหนดค่าตอบแทนที่เหมาะสม ชัดเจน โปร่งใสโดยระดับค่าตอบแทนควรมีความเหมาะสมและจูงใจให้สามารถรักษากรรมการที่มีคุณภาพ แต่ต้องหลีกเลี่ยงการจ่ายค่าตอบแทนเกินกว่าเหตุ

2. ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการลงทุนของนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.1 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

2.1.1 นักลงทุนต้องปรับกลยุทธ์การลงทุนด้วยตนเอง และค้นหาแนวทางการลงทุนที่เหมาะสม ต้องวิเคราะห์การลงทุนด้วยตนเอง รู้จักศึกษาหาข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง ไม่เชื่อผู้อื่นแทนการศึกษาข้อมูลอย่างละเอียดเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนของตัวเอง นักลงทุนสามารถบรรลุเป้าหมายการลงทุนระยะยาวได้ก็ต่อเมื่อตัดสินใจลงมือทำในสิ่งที่แตกต่าง ภายใต้กรอบแนวคิดการลงทุนของนักลงทุนคนนั้นๆ

2.1.2 ควรทำความเข้าใจในสิ่งที่กำลังลงทุน นักลงทุนควรศึกษาทำความเข้าใจปัจจัยพื้นฐานของบริษัท และรูปแบบการดำเนินงานของธุรกิจก่อนตัดสินใจลงทุน นักลงทุนไม่ควรลงทุนตามกระแส แต่ควรลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่เข้าใจธุรกิจนั้นอย่างถ่องแท้

2.2 ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติ

2.2.1 ควรพิจารณาลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่มีการดูแลผู้ถือหุ้นโดยเท่าเทียมกัน มีธรรมาภิบาลที่ดี โดยการมีระบบการตรวจสอบและการถ่วงดุลที่เหมาะสม นักลงทุนจำเป็นต้องศึกษาข้อมูลอยู่เสมอ เพื่อให้ทราบถึงประวัติความเป็นมาของบริษัทที่จะไปลงทุน

2.2.2 ควรพิจารณาคคุณสมบัติของบริษัทจดทะเบียนก่อนลงทุน โดยพิจารณาจาก คณะผู้บริหารมีความสามารถ มีจุดมุ่งหมายที่ชัดเจน โปร่งใส และน่าเชื่อถือ ประธานเจ้าหน้าที่บริหารควบคุมอำนาจมากเกินไปหรือไม่ บริษัทจะทะเบียนต้องมีการส่งเสริมคุณค่าที่ดีให้กับพนักงาน และมีการส่งเสริมวัฒนธรรมองค์กรที่ดี

2.3 ข้อเสนอแนะเชิงวิชาการ

2.3.1 ควรคิดการณ์ไกล เพื่อผลตอบแทนในระยะยาว นักลงทุนควรเน้นการลงทุนระยะยาว และหลีกเลี่ยงการลงทุนเพื่อเก็งกำไรระยะสั้น เพราะความผันผวนของตลาดระยะสั้นมักจะไม่ค่อยสมเหตุสมผลเท่าไรนัก การประเมินคุณค่าของบริษัทในระยะยาวจึงเป็นสิ่งที่สำคัญ นักลงทุนต้องปรับกลยุทธ์การลงทุนด้วยตนเอง และค้นหาแนวทางที่เหมาะสม

2.3.2 มองหาประโยชน์จากพฤติกรรมที่ไร้เหตุผลในตลาดหลักทรัพย์ การลงทุนตามกระแสโดยไม่ได้ใช้เหตุผลของตัวเองในการไตร่ตรองเป็นพฤติกรรมที่อันตรายของนักลงทุน นักลงทุนควรมีสติ และใช้เหตุผลในการลงทุนตลอดเวลา

รายการอ้างอิง/References

ชาติรี โรจนอาภา. 2552. จิตวิทยากับการลงทุน. กรุงเทพมหานคร: บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน).

- ชิสา รัตมีสังข์. 2557. **4ข้อผิดพลาดที่พบบ่อยในพอร์ตการลงทุน**. จากคอลัมน์ Five-Star Investor. กรุงเทพมหานคร: หนังสือพิมพ์ Post Today.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2557. **ประวัติและบทบาท**. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- ภาสิดณี พิทักษ์สรยุทธ และคณะ. 2553. **วิกฤตพาดานห์นี้สาธารณะสหรัฐกับพฤติกรรมนักลงทุน**. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สันติ กิระนันท์. 2553. **การสำรวจพฤติกรรมของนักลงทุนบุคคลที่เห็นการลงทุนระยะสั้นในตลาดหุ้นไทย**. กรุงเทพมหานคร: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน.
- Crockford, Neil. 1986. **An Introduction to Risk Management**. Cambridge: Wood he ad-Faulkner.
- Dale, Richard S. 1996. **Risk and Regulation in Global Securities Markets**. New York: Jhon Wiley and Sons.
- Dowd, Kevin. 1998. **Beyond Value at Risk: The New Science of Risk Management**. New York: Jhon Wiley and Sons.
- Festinge, Leon. 1957. **A Theory of Cognitive Dissonance**. CA: Stanford University Press.
- Fisher, Philip A. 1984. **Common Stocks and Uncommon Profits**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Graham, Benjamin. 1951. **Security Analysis**. New York: McGraw-Hill book company, Inc.
- Lynce, Peter. 1993. **Beating the Street**. New York: Simon & Schuster.
- Meyer, Donald J. 2006. **Measuring Risk Aversion**. MA: Hanover.
- Pareto, Cathy M. 2003. **What Motivates Investors?**. Brisbane: Investor Solutions, Inc.
- Smitten, Richard. 2001. **World's Greatest Stock Trader**. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Sperandeo, Victor. 1994. **Trader Vic II: Principles of Professional Speculation**. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Templeton, Sir John. 1993. **16 Rules for Investment Success**. San Mateo: Franklin Templeton Distributors, Inc.
- Thaler, Richard H. and Johnson, Eric J. 1990. **Gambling with The House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice**. New York: The Institute of Management Sciences.
- Thiessen, K. 2001. **Integrating Risk Management Through a Change Management Process**. Ottawa: Conference Board of Canada.
- Wettstein, Howard K. 1977. Midwest Studies in Philosophy, **Studies in the Philosophy of Language**. Minneapolis. Minn: University of Minnesota Press, Vol. 2, 6-27.