

การสร้างราคาหุ้น: กลไกแห่งตัวเลขและกลเกมแห่งการคาดเดา

ศรายุทธ เรืองสุวรรณ

ความเบื้องต้น

“เมื่อเดือนมีนาคม 2548 นายธีรชานนท์ ลาภวิสุทธิสิน กรรมการผู้จัดการบริษัท ปิคินิคฯ น้องชายนายสุริยา ได้แจ้งผลการดำเนินงานในปี 2547 ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่า บริษัท ปิคินิคฯ และบริษัทย่อยเข้าได้สิทธิเท่ากับ 735.38 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 469.99 ล้านบาทจากปีก่อน หรือคิดเป็นการเพิ่มขึ้นร้อยละ 177

แต่แล้วเหมือนสายฟ้าฟาดเปรี้ยงลงมา เมื่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้มีคำสั่งถึง 2 ครั้ง (29 มีนาคม และ 11 พฤษภาคม 2548) ให้บริษัทปิคินิคฯ แก้ไขงบการเงินดังกล่าว”¹

นักลงทุนและนักเก็งกำไรในตลาดหลักทรัพย์ไทยนั้นสงสัยว่าเกิดอะไรขึ้นกับหุ้นที่ร้อนแรงตัวหนึ่งในรอบปีที่ผ่านมา ซึ่งราคาหุ้นของบริษัท ปิคินิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่เข้าทำกาซื้อขายในกลุ่มปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีการเพิ่มทุนจดทะเบียนโดยมุ่งหวังที่จะระดมทุนเพิ่มจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมถึงการออกตราสารอนุพันธ์ของบริษัท การระดมทุนดังกล่าวได้รับการตอบรับเป็นอย่างดีจากนักลงทุนทุกครั้งที่เกิดการขึ้นนี้ เพราะนักลงทุนคาดหมายว่าผลประโยชน์ของบริษัทจะประกาศออกมาดังที่คาดหมายไว้ และนำมาซึ่งผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับการลงทุน แต่เหตุการณ์กลับตาลปัตร เมื่อหน่วยงานกำกับดูแลอย่างคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) ออกมาเล่นบทยักษ์ ผลลัพธ์ที่ออกมา คือ การสูญเสียความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดหุ้น และจะนำมาซึ่งความล้มเหลวของตลาดหุ้นที่มีประสิทธิภาพ

เหตุการณ์ดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นว่าการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นอย่างเป็นทางการนั้น มิได้สะท้อนว่านักลงทุนตัดสินใจอย่างละเอียดรอบคอบและวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานอย่างถ่องแท้ เพื่อประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็น (Expected Value) แต่นักลงทุนกลับลงทุนไปตามมายาคติแห่งตัวเลขผลประโยชน์ซึ่งเป็นตัวเลขกำไรที่ไม่มีคุณภาพและหลงอยู่ในเกมแห่งการคาดเดาฐานะทางการเงินที่แท้จริงของบริษัท บทความนี้จึงมีจุดมุ่งหมายอธิบายเหตุการณ์โดยทั่วไปที่เกิดขึ้น จากการที่นักลงทุนลงตัดสินใจผิดพลาดโดย

วารสารวิชาการ
ปีที่ 2 ฉบับที่ 1

(พฤษภาคม 2549)

หน้า 120-128

1 มติชนรายวัน. 2548. ไขปริศนาธุรกรรม “ปิคินิค” กลการเงินหรือกลการเมือง?. 6 มิถุนายน. ปีที่ 28 ฉ. 9949

มีสาเหตุมาจากการสร้างราคาโดยกลุ่มบุคคลหนึ่งโดยใช้เครื่องมือทางบัญชีในการตกแต่งตัวเลขให้สวยงาม และอธิบายแรงผลักดันที่นำนักลงทุนไปสู่เกมแห่งการคาดเดา ซึ่งเป็นผลเสียร้ายอันใหญ่หลวงต่อระบบการเงินอันเป็นส่วนหนึ่งในระบบเศรษฐกิจของประเทศ

ประโยชน์จากราคาหุ้นที่สูงขึ้น

ราคาหุ้นที่สูงขึ้นย่อมนำผลประโยชน์โดยตรงมาสู่บุคคล 2 กลุ่มอย่างชัดเจน คือ ผู้ถือหุ้น และผู้บริหารที่มีผลตอบแทนผูกกับราคาหุ้น ในตำราการบริหารการเงินหรือการเงินธุรกิจทั่วไป บทแรกสุดของตำราเหล่านี้จะกล่าวถึงวัตถุประสงค์ของการบริหารการเงินของกิจการที่ผู้บริหารต้องแสดงผลงานออกมาอย่างเป็นรูปธรรมโดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น และแน่นอนผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหุ้น ย่อมหนีไม่พ้นเงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น

ข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นในประเทศไทยปรากฏอย่างเห็นได้ชัดเจนว่า กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่กับผู้บริหารบริษัทเป็นกลุ่มคนกลุ่มเดียวกัน ดังนั้น การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์จึงยังประโยชน์โดยตรงกับบุคคลกลุ่มนี้ ไม่ว่าจะเป็นผลตอบแทนจากการขายหลักทรัพย์ หรือการปรับขึ้นเงินเดือน โบนัส สิทธิพิเศษในการจองซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่ผู้บริหารได้รับหลังจากบริหารงานในราคาหุ้นพุ่งทะยานขึ้นจากเดิมได้ ยิ่งราคาปรับตัวมากขึ้นเท่าใดผลตอบแทนที่กลุ่มคนเหล่านี้จะได้รับย่อมทวีขึ้นไปเรื่อยๆ

โดยธรรมชาติของนักลงทุนที่ถือหุ้นของบริษัทใดที่มีแนวโน้มราคาสูงขึ้นจากที่ผ่านๆ มา ย่อมเป็นโอกาสทองของนักลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนรายย่อย ที่มักจะกระโจนเข้าใส่เมื่อมีสัญญาณว่าราคาหุ้นเริ่มบวกขึ้น และการลงทุนของนักลงทุนเหล่านี้จะได้ผลประโยชน์ร่วมจากการปรับตัวสูงขึ้นของราคาหุ้น แต่ในหลายครั้งนักลงทุนเหล่านี้ก็พบกับความผิดหวังเพราะหลงเข้าไปในกับดักของนักลงทุนในตลาดบางกลุ่ม

ประโยชน์ของราคาหุ้นที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และนำไปสู่การระดมทุนโดยการออกตราสารทางการเงินต่างๆ นั้น จะเป็นตราสารอนุพันธ์แสดงสิทธิซื้อหุ้นสามัญแห่งหนึ่ง หรือตราสารทุนประเภทหุ้นสามัญที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหุ้นใหญ่และผู้บริหารของบริษัท ปิคนิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ได้รับประโยชน์มหาศาลจากราคาหุ้นที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีนักลงทุนที่กระโดดเข้าขายในปริมาณมากไม่เว้นแต่ละวัน ด้วยเหตุนี้ ตัวบ่งชี้ของมูลค่าหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นของบริษัท ปิคนิค เป็นตัวอย่างที่ชัดเจนอันจะเป็นข้อสนับสนุนว่า ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารจะได้ผลตอบแทนหรือประโยชน์โดยตรงจากภาวะการณดังกล่าว

ข้อสังเกตในประการเกี่ยวกับการปรับตัวสูงขึ้นของราคาหุ้น

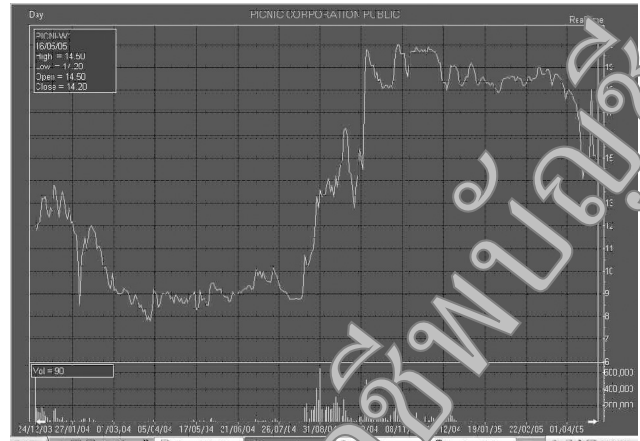
ในแวดวงหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดเป็นตลาดรองที่ใหญ่ที่สุดของประเทศ และบรรดาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ที่เรียกว่า หุ้นสามัญ มีสัดส่วนมากที่สุดของหลักทรัพย์ทั้งหมด โดยทฤษฎีมูลค่าหลักทรัพย์ดังกล่าวอาจปรับตัวขึ้นลงตามกลยุทธ์การลงทุนของนักลงทุนซึ่งมีเป้าหมายว่าจะได้รับผลตอบแทนจากบริษัทในอนาคตโดยอ้างอิงบนพื้นฐานของข้อมูลทางบัญชีที่บริษัทเปิดเผยต่อตลาดหุ้น ดังนั้น ผลประกอบการของบริษัทจึงถือเป็นปัจจัยสำคัญที่กระทบกับราคาซื้อขายหุ้น เช่น หากนักลงทุนคาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานในช่วงปีหน้าจะมีกำไรสูง นักลงทุนจะเข้าซื้อหุ้นของบริษัทในเวลาปัจจุบันทันทีเพื่อรอรับผลตอบแทนที่คาดหวังไว้ เป็นต้น แต่การพยากรณ์กำไรของบริษัทในอนาคตนั้นก็มิใช่ผลประกอบการในอดีตเป็นฐานการพยากรณ์ และการลงทุนซื้อหุ้นในขณะนั้น นักลงทุนก็จะประเมินมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) เปรียบเทียบกับมูลค่าตลาด (Market Value) เสียก่อน จึงจะตัดสินใจลงทุน ด้วยเหตุนี้ ก็สามารถกล่าวได้ว่า การคาดการณ์ของนักลงทุนในอนาคตและการลงทุนอย่างมีเหตุผลก็เป็นความอธิบายที่สำคัญของราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น

■ บทความวิชาการ

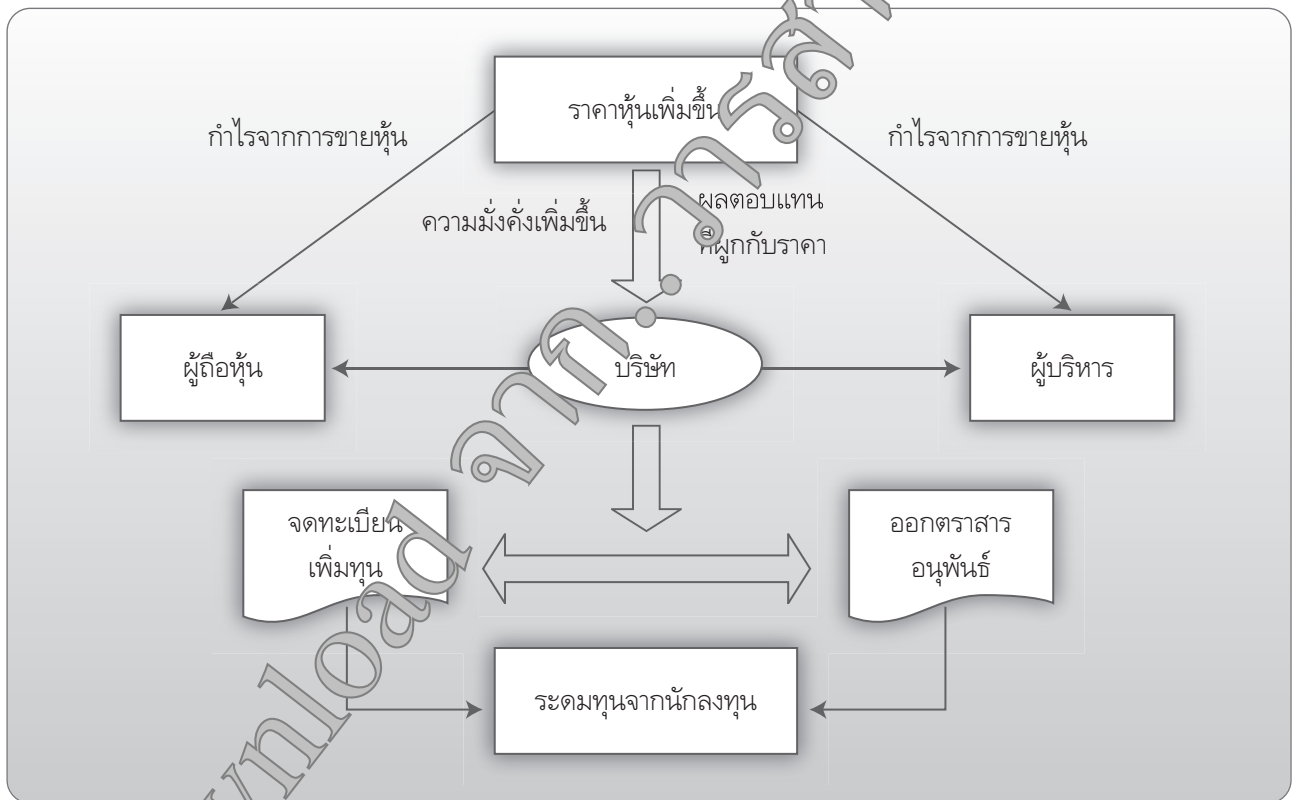
การสร้างราคาหุ้น: กลไกแห่งตัวเลขและกลเกมแห่งการคาดเดา



กราฟที่ 1 แสดงการปรับตัวของมูลค่า PICNI
ตั้งแต่ 24 ก.พ. 2546 ถึง 16 พ.ค. 2548



กราฟที่ 2 แสดงการปรับตัวของมูลค่า PICNI-W1
ตั้งแต่ 24 ก.พ. 2546 ถึง 1 เม.ย. 2548



แผนภูมิสรุปประโยชน์จากการที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น

แต่ในทางปฏิบัติ การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ของนักลงทุนไทยโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อย ยังไม่มีงานวิจัยในประเทศไทยที่ชี้ชัดลงไปว่า นักลงทุนใช้ประโยชน์จากข้อมูลบัญชีที่บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยเป็นการทั่วไปในชุมชนการเงินการลงทุน ซึ่งการเปิดเผยข้อมูลบัญชีดังกล่าวอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ข้อมูลบัญชีเป็นข้อมูลที่นักลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ แต่ถ้านักลงทุนใช้ข้อมูลอื่นที่มีใช้ข้อมูลบัญชีประเมินมูลค่าหุ้น การรวบรวมข้อมูลบัญชีจึงเป็นการสิ้นเปลืองโดยไม่จำเป็นประโยชน์ และนำไปสู่บทบาทของวิชาชีพบัญชีต่อตลาดทุนลดลง จากคำกล่าวข้างต้น ดร.สมชาย สุภัทรกุล จึงเสนอให้มีการวิจัยว่านักลงทุนของไทยใช้ประโยชน์จากข้อมูลบัญชีหรือไม่ โดยเสนอวิธีวิจัย 2 วิธี คือ 1. วิเคราะห์ราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ (Stock Price/Return Approach) และ 2. วิธีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Volume Approach)²

ในตลาดทุนไทยยังคงมีเหตุผลเบื้องหลังที่อยู่ภายใต้การปรับตัวของราคาหุ้นไปในทิศทางที่สูงขึ้น เพราะในตลาดการซื้อขายหลักทรัพย์มีได้มีเพียงแค่นักลงทุนที่มีเหตุผลเท่านั้น แต่ยังมีนักเก็งกำไร³ และผู้ฉกฉวย

ประโยชน์จากการระดมทุนในตลาดทุนอีกจำนวนหนึ่ง ดังนั้น นโยบายแบบแบ่งของมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น ไม่เคยเป็นการปั่นหุ้นซึ่งเป็นการสร้างรายการซื้อขายเทียมเกิดขึ้น⁴ หรือสร้างความต้องการลงทุนในหุ้นของบริษัทขึ้นที่ไม่ใช่ความต้องการที่แท้จริง หรือการฉ้อฉลโดยกับนักลงทุนโดยการประชาสัมพันธ์ข่าวลือเกี่ยวกับบริษัทตลอดเวลา แต่มีได้ประกาศอย่างเปิดเผยการเพียงแต่เป็นการเล่นข่าวกับสื่อมวลชนเพื่อให้เกิดภาพลักษณ์ของบริษัทไม่เคยหยุดนิ่ง อันจะเป็นโอกาสให้นักลงทุนหลงไปตามกระแสจิตวิทยาและนำไปสู่การซื้อหุ้นของบริษัท เมื่อปริมาณความต้องการซื้อเพิ่ม ราคาหุ้นย่อมขยับตัวสูงขึ้นตามหลักเศรษฐศาสตร์เบื้องต้น อาทิ การใช้จิตวิทยากับนักลงทุนของบริษัท ปิคนิค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ที่ในวงการตลาดหุ้นใช้คำว่า Story โดยบริษัทได้ออก Story ไปอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นการเข้าซื้อหุ้นของบริษัท เวิลด์ กอล์ฟ จำกัด หรือการลงทุนซื้อธุรกิจน้ำมัน เอ็มพีของ บริษัท ปิคนิค เป็นต้น ทำให้นักลงทุนเข้าใจว่า บริษัทมีความจำเริญเติบโตทางธุรกิจและจะทำให้ภาพในอนาคตของบริษัทในสายตานักลงทุนดีไปด้วย

2 รายละเอียดเกี่ยวกับการเสนอวิธีวิจัยทางบัญชีดังกล่าว สามารถค้นคว้าเพิ่มเติมได้ในวารสารบริหารธุรกิจ ปีที่ 25 ฉบับที่ 95 กรกฎาคม-กันยายน 2545

3 จากบทความเรื่อง “รัฐบาลกับตลาดหลักทรัพย์” ในคอลัมน์ คนเดินตรอก ของ ดร.วีรพงษ์ รามางกูร ในหนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ วันที่ 1 ธันวาคม 2546 หน้า 2 ให้ความเห็นว่าการเก็งกำไรเป็นสาระสำคัญปกติของตลาด ถ้าไม่มีการเก็งกำไรก็ ไม่จำเป็นต้องมีตลาดหลักทรัพย์ฯ เพราะตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นตลาดของคนที่มีความเห็นเกี่ยวกับอนาคตของบริษัทที่ต่างกัน คนที่เห็นอนาคตบริษัทว่าจะดีกว่านี้ จะซื้อหลักทรัพย์มาเก็บไว้ ส่วนคนที่มองไม่เห็นอนาคตของบริษัทดังกล่าวก็น่าจะขายหลักทรัพย์บริษัทนั้นออกมา ทำให้เกิดตลาดขึ้น ถ้าไม่มีการเก็งกำไรหรือการคาดการณ์อนาคตก็ไม่เกิดตลาด ซึ่งสอดคล้องกับความเห็นของ ดร.ปิยสวัสดิ์ อัมระนันท์ ที่เขียนไว้ในบทความเรื่อง “ดัชนีตลาดหุ้นเพิ่มเร็วไปหรือไม่” ในหนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2546 ที่กล่าวว่า การเก็งกำไรเป็นเรื่องปกติและเป็นกลไกสำคัญที่ทำให้การซื้อขายมีประสิทธิภาพ ทำให้อุปสงค์และอุปทานเข้าสู่ภาวะสมดุลได้อย่างรวดเร็ว แต่ทั้งสองท่านก็บอกว่าการเก็งกำไรต่างกับการปั่นหุ้นอย่างชัดเจน เพราะการปั่นหุ้นเป็นการกระทำที่ผิดกฎหมายและจริยธรรม

4 การปั่นหุ้น (Manipulation) มักมาจากวัตถุประสงค์หลัก 3 ประการ คือ 1. การทำราคาหุ้นให้สูงกว่าที่ควรจะเป็น 2. การทำราคาหุ้นให้มีเสถียรภาพ และ 3. การกดราคาให้ต่ำลงเพื่อหวังซื้อกลับในราคาที่ถูก เทคนิคการปั่นหุ้นโดยทั่วไป ได้แก่ การปล่อยข่าวลือ การตั้งราคาซื้อและขายในเวลาเดียวกัน การทำการซื้อขายเทียม การซื้อเพื่อคุมราคาในตลาด การรวมกลุ่มบุคคลหรือสถาบันเพื่อกำหนดราคา การซื้อขายโดยคนวงใน การบอกใบ้ราคาหุ้น และการปั่นหุ้นนอกตลาด

การตกแต่งกำไรก็เป็นเบื้องหลังเรื่องหนึ่งของการปรับตัวของราคาหุ้น เพราะการตกแต่งกำไรย่อมนำไปสู่ผลประโยชน์ที่เป็นไปตามความคาดหวังของตลาด เมื่อตลาดรับทราบการประกาศผลประกอบการที่ดำเนินไปเช่นนั้นแล้ว หุ้นของบริษัทดังกล่าวก็เป็นที่หมายปองของบรรดานักลงทุนทั้งหลาย ยิ่งหากบริษัทสามารถแสดงผลประกอบการที่เหนือความคาดหมายของตลาดได้มากเท่าใด ความสนใจที่จะลงทุนในหุ้นตัวนั้นย่อมเพิ่มขึ้นเท่านั้น เหตุการณ์เช่นนี้คงหนีไม่พ้นการปรับตัวของมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น การกระทำของบริษัทในลักษณะนี้ย่อมเป็นการสร้างความต้องการในหุ้นของบริษัทที่แท้จริง เพราะนักลงทุนที่ซื้อหุ้นจะคาดหวังผลตอบแทนที่ได้รับในอนาคตอย่างมีเหตุผล เพียงแต่การพยากรณ์ผลตอบแทนในอนาคตของนักลงทุนนั้นวางอยู่บนข้อมูลที่ถูกต้อง และเมื่อเป้าหมายของบริษัทบรรลุเจตจำนงที่วางไว้แล้ว ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทด้วยก็ไม่อาจอดทนต่อความเย้ายวนต่อผลประโยชน์สืบเนื่องจากความไม่รู้ของนักลงทุนที่ทยอยซื้อหุ้นของบริษัทจนอุปสงค์มากกว่าอุปทาน บริษัทก็ใช้ช่องว่างแห่งผลประโยชน์นี้ดักตวงผลประโยชน์ดังกล่าว เช่น การนำหุ้นที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นเจ้าของออกมาจำหน่ายเพื่อให้ได้กำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น หรือโดยการระดมทุนเพิ่มซึ่งมาจากการเพิ่มทุนจดทะเบียน อันนำประโยชน์จากส่วนล้ามูลค่าหุ้นและกระแสเงินสดมาสู่บริษัท แต่ทุนที่ได้มานั้นมิได้นำไปลงทุนตามแนวทางที่ควรจะเป็นเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มแก่ธุรกิจตามที่ได้ประกาศไว้เมื่อตอนระดมทุน หรือมีการถ่ายโอนเงินสด ด้วยวิธีการต่างๆ เพื่อสร้างประโยชน์ส่วนตัว

การระดมทุนเพิ่มเพื่อสร้างหรือขยายฐานกิจการของบริษัท แนนอนนักลงทุนย่อมสนใจที่จะซื้อหุ้นของบริษัทที่มีโครงการขยายอาณาเขตแห่งการประกอบธุรกิจ แต่การขยายอาณาจักรเช่นนั้นก็นำมาซึ่งความเสี่ยงที่สูงขึ้นประการหนึ่ง เพราะผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่จะไม่รู้สึก

เสี่ยงจากการลงทุนเช่นนั้น เพราะเงินที่นำมาลงทุนได้มาจากนักลงทุนในตลาดหุ้นหาใช้เงินตัวเองไม่ จึงลงทุนในโครงการที่ไม่สมเหตุผลสมผลจำนวนมาก ขำร้ายอาจมีการเล่นแร่แปรธาตุทางการเงินของผู้บริหาร อีกประการหนึ่งดังเช่นกรณีของการล้มละลายของบริษัท Parmalat แห่งประเทศอิตาลี เป็นต้น

ข้อสังเกตอีกประการที่นำไปสู่การตกแต่งกำไร เป็นประเด็นของการมอบสิทธิการซื้อหุ้นล่วงหน้าแก่พนักงาน (Stock Options) ที่นักวิเคราะห์บอกว่า พนักงานที่ได้รับสิทธิเช่นนี้จะกระทำตนเป็นนักเก็งกำไร เพราะความเสี่ยงในการถือหุ้นเป็นความเสี่ยงที่ต่ำมากในตลาดที่ผันผวน ย่อมนำมาสู่ความเสี่ยงที่สูงขึ้น ดังนั้นพนักงานระดับบริหารจะตกแต่งกำไรเพื่อสร้างราคาหุ้นให้สูงขึ้นและขายหุ้นที่ตนถือเพื่อทำกำไรจากส่วนต่างของราคา

กลไกแห่งตัวเลขที่นำไปสู่การสร้างราคาหุ้น

การตกแต่งตัวเลขผลประโยชน์ประกอบการเพื่อสร้างมูลค่าหุ้นให้สูงขึ้น ถือเป็นเทคนิคหรือวิธีการที่ใช้มาแต่โบราณจนกระทั่งปัจจุบัน กำไรที่ได้รับการปรับให้ดูสวยงามนั้นเกิดขึ้นและแพร่หลายไปทั่วโลกตามกระแสแห่งโลกาภิวัตน์ ไม่ว่าจะเป็นกรณีเอนรอนแห่งประเทศสหรัฐอเมริกา หรือกรณีรอยเนทของประเทศไทย แต่ไม่ว่าจะด้วยเหตุผลใดก็ตาม การตกแต่งกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีเป้าประสงค์ร่วมกัน คือ เพื่อสร้างประโยชน์ที่ผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นใหญ่จะได้จากมูลค่าหุ้นที่นักลงทุนซื้อขายกันในตลาดหุ้น ดังนั้น แรงจูงใจของการตกแต่งกำไรหรือกลไกแห่งตัวเลขก็ถูกกระทำลงไปเพียงเพื่อราคาหุ้นที่สูงขึ้นในตลาดหุ้นนั่นเอง

จากกรณีที่ลั่นสะเทือนบรรษัทภิบาลของไทยในขณะนี้ คงหนีไม่พ้นกรณีของ บริษัท ปิคนิคคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ที่ถูกสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สั่งให้แก้ไขงบการเงินและกล่าวโทษ

5 รายละเอียดเกี่ยวกับบริษัท Parmalat สามารถค้นคว้าเพิ่มเติมได้ที่บทความเรื่อง “Parmalat” ของ ศ.รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์ ในนิตยสารผู้จัดการ ฉบับ กุมภาพันธ์ 2547

อดีตผู้บริหารและผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท การแก้ไขงบการเงินของบริษัทเป็นเพราะการแสดงตัวเลขกำไรที่สูงเกินจริง อันเนื่องมาจากการบิดเบือนตัวเลขรายได้ และมีการกระทำที่ส่อไปในทางไม่สุจริตเกิดขึ้น การบิดเบือนที่ปรากฏนั้นเป็นเทคนิคปกติที่ผู้ประกอบการวิชาชีพบัญชีได้ศึกษามาเป็นเวลานาน แต่การณ์กลับบ่งชี้ว่าผู้สอบบัญชีของบริษัททำได้เพียงตั้งข้อสังเกตเท่านั้น

การใช้เลขที่ของตัวเลขเพื่อสร้างราคาหุ้นนั้น วิธีการหนึ่งที่ผู้บริหารสามารถกระทำให้เกิดขึ้นได้โดยง่าย คือ การสร้างรายได้เทียมให้เกิดขึ้นแก่บริษัท กระบวนการสร้างรายได้เทียมถือเป็นเทคนิคยอดนิยม เพราะมีหนทางจำนวนหาไม่ที่สามารถทำให้วัตถุประสงค์การตกแต่งรายได้บรรลุโดยง่าย กรณีที่ง่ายที่สุดที่ผู้บริหารสามารถใช้พิจารณาตัดสินใจได้โดยไม่ผิดกฎหมาย คือ การเปลี่ยนวิธีการปฏิบัติทางบัญชี เช่น การเปลี่ยนรายการค่ามัดจำเป็นรายได้ค่าเช่าตามเวลาที่กำหนดไว้ ผลลัพธ์ที่ตามมาจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวย่อมนำมาสู่การเพิ่มขึ้นของรายได้ของบริษัทโดยไม่ต้องออกแรงให้เหนื่อยเลย ดังจะเห็นตัวอย่างได้จากกรณีบริษัท ปิคนิกฯ ที่เปลี่ยนค่ามัดจำค้างแรมเป็นค่าเช่า ทำให้รายได้ของบริษัทเพิ่มขึ้นทั้งๆ ที่เนื้อหาของรายการค้ายังเหมือนในอดีตทุกประการ หรือการรับรู้รายได้ก่อนที่เวลาอันควรก็เป็นอีกวิธีหนึ่งที่พบบ่อย โดยทั่วไป เช่น กรณีรถยนต์ ที่รับรู้รายได้จากการขายทั้งๆ ที่เนื้อหาของเศรษฐกิจมิได้เป็นการขาย เพราะบริษัทฝากขายกับร้านค้าและรับคืนสินค้านั้นถ้าร้านค้าขายสินค้าไม่ได้

กลไกแห่งตัวเลขที่สามารถสร้างราคาหุ้นได้อีกวิธีหนึ่ง คือ การใช้ประโยชน์จากเครือข่ายธุรกิจ ซึ่งก็เป็นส่วนหนึ่งในกระบวนการสร้างรายได้เทียมเช่นเดียวกัน ตัวอย่างที่เห็นได้ในปัจจุบัน ได้แก่ การขายสินค้าแก่บริษัทในเครือด้วยราคาที่สูงกว่าตลาดเพื่อให้ได้ความสัมพันธ์ใกล้ชิด เช่น การขายก๊าซแก๊สบรรจุก๊าซที่มีความสัมพันธ์ในราคาต่อหน่วยที่สูงกว่าแก๊สบรรจุก๊าซที่ไม่ใช่เครือข่ายของบริษัท ปิคนิกฯ เป็นต้น ด้วยเหตุนี้ กระบวนการสร้างรายได้เทียมจึงเป็นกลไกแห่งตัวเลขที่สามารถบิดเบือนความ

ถูกต้องของกำไรได้เป็นอย่างดี ดังนั้น นักลงทุนจึงควรตระหนักถึงแหล่งที่มาของรายได้ของบริษัทอย่างรอบคอบ ก่อนตัดสินใจลงทุน

ประเด็นที่ขาดเสียไม่ได้เกี่ยวกับผลประกอบการใช้กลไกแห่งตัวเลขบิดเบือนข้อเท็จจริง คือ การอำนวยความสะดวกตักตวงประโยชน์จากนักลงทุนในตลาดหุ้น กล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ผู้บริหารได้ถ่ายโอนทรัพย์สินของบริษัทไปเป็นผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งถือว่าการฉ้อโกงหรือฉ้อฉลโดยการใช้กลบัญชีเบี่ยงเบนนักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยควรให้ความสนใจ กลเม็ดทางตัวเลขดังกล่าวหากไม่สังเกตระวังไม่ถูกค้นหาโดยผู้เชี่ยวชาญที่ยากที่จะค้นพบ แต่ในศาสตร์ทางบัญชีก็ได้พัฒนาวิชาการบัญชีนิติเวช (Forensic Accounting) ขึ้นมาเพื่อสืบสวนในกรณีเช่นนี้แต่ก็ยังไม่เป็นที่แพร่หลายในประเทศด้วย ตัวอย่างของการถ่ายโอนทรัพย์สินของบริษัท เช่น การลงทุนในบริษัทของเครือข่ายนอกตลาดหลักทรัพย์ที่ผลไม่คุ้มค่าลงทุน โดยการเข้าซื้อหุ้นบริษัทดังกล่าวด้วยเงินสดของบริษัทจดทะเบียน หรือการฉ้อฉลผลตอบแทนก่อนการปิดงบการเงิน ในกรณีที่ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นกลุ่มเดียวกัน ผู้บริหารจะใช้สิทธิต่างๆ ที่บริษัทต้องจัดหาให้อย่างคุ้มค่า อาทิ เงินเดือนที่สูงมาก ค่ารับรอง ค่าเดินทาง ค่าประกันสุขภาพ รวมถึงการได้รับสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาตลาด เป็นต้น นอกจากนี้ การกู้ยืมเงินของบริษัทโดยผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ก็เป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ทำกรโยกโยกได้เช่นกัน

กล่าวโดยสรุป กลไกแห่งตัวเลขโดยใช้วิธีการทางบัญชีก็เป็นเครื่องมือหนึ่งในการบิดเบือนผลการดำเนินงานที่แท้จริง และส่งผลให้ราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนฐานะของบริษัท แต่สามารถทำให้นักลงทุนในตลาดหุ้นหลงผิดและลงทุนผิดพลาดได้ เพราะผลประโยชน์ที่ประกาศออกมาได้ถูกสร้างภาพให้ดูสวยงามแล้ว แต่ก็มิมีสิทธิพลอื่นนอกจากกลไกแห่งตัวเลขที่เป็นเทคนิคการสร้างภาพผลประโยชน์อีกที่นักลงทุนต้องให้ความระมัดระวังเช่นกัน อาทิ ความสัมพันธ์กับผู้มีอำนาจทางการเมือง เป็นต้น

กลเกมแห่งการคาดเดาที่นำไปสู่

การสร้างราคาหุ้น

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึงความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่มีความขัดแย้งแห่งผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ในการตัดสินใจต่างๆ ที่แต่ละครั้งที่ทำการตัดสินใจจะคำนึงถึงผลประโยชน์ของตัวเองเป็นที่ตั้ง ในประเทศไทยบริษัทจดทะเบียนส่วนมาก ผู้ถือหุ้นใหญ่กับผู้บริหารมักเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกัน ดังนั้น ทฤษฎีตัวแทนที่อธิบายในกลเกมแห่งการคาดเดาจะเป็นความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนรายย่อย ปัญหาความสัมพันธ์ของตัวแทนที่เกิดขึ้นนี้ (Agency Problem)⁶ มีสาเหตุมาจากความไร้สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนรายย่อย⁷ กล่าวคือ ข้อมูลที่ผู้บริหารมีอยู่ในมือมีปริมาณและคุณภาพมากกว่านักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์ และปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่เกิดขึ้นในตลาดทุนนี้ จะก่อให้เกิดต้นทุนที่เกิดขึ้นที่เราเรียกว่า Agency Cost ซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดจากการตัดสินใจเพื่อประโยชน์ส่วนตน เหตุการณ์ดังกล่าวส่วนหนึ่งมีสาเหตุเกิดขึ้นเพราะความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด และเนื่องจากความอสมมาตรของข้อมูลนี้ จะเกิดปัญหาที่เรียกว่า 1. การเลือกสรรที่มีผลตรงกันข้าม (Adverse Selection) ที่เป็น Hidden Knowledge จะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารมีข้อมูลเหนือกว่าแล้วนำข้อมูลเหล่านั้นสร้างความได้เปรียบเพื่อนำมาซึ่งผลประโยชน์สำหรับตนเอง และ 2. การกระทำที่ขาดคุณธรรม (Moral Hazard) ที่จะเกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนรายย่อยไม่สามารถมองเห็นการกระทำของผู้บริหารได้ หรือ Hidden Action

จากปัญหาดังกล่าวสามารถนำมาอธิบายปรากฏการณ์ในการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนได้เป็นอย่างดี กล่าวคือ เมื่อเกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นในตลาดทุน และผู้บริหารใช้โอกาสดังกล่าวทำการตกแต่งกำไร (Moral Hazard) นักลงทุนย่อมไม่สามารถตรวจสอบปฏิบัติเช่นนั้นได้เลย และอิทธิขานี้ย่อมนำไปสู่การทยอยหลงไปสู่เกมแห่งการคาดเดาราคาหุ้นที่นักลงทุนเข้าซื้อหุ้นในราคาที่สูงเกินไป เนื่องจากนักลงทุนที่ทราบข้อมูลที่แท้จริงของบริษัท

แต่ถ้าเหตุการณ์ดังกล่าวที่ผู้บริหารตกแต่งกำไรถูกเปิดเผยออกมาโดยหน่วยงานกำกับดูแล ผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อตลาดทุนย่อมนำไปสู่ความไม่เชื่อมั่นต่อรายงานการเงินของบริษัทจดทะเบียน เพราะนักลงทุนไม่สามารถทราบได้เลยว่ายังคงมีบริษัทใดอีกที่ทำการตกแต่งกำไรด้วยเหตุนี้ นักลงทุนย่อมคำนวณความเสี่ยงที่จะเกิดเหตุการณ์เช่นนี้เข้าไปด้วยในราคาซื้อด้วย และราคาซื้อดังกล่าวจะเป็นราคาเสนอซื้อที่ต่ำลง แต่ผู้บริหารที่ทราบว่ามีบริษัทตนเองมีผลการดำเนินงานดีจริงก็จะไม่ขายหุ้น แต่จะมีหุ้นของบริษัทคุณภาพต่ำเท่านั้นที่จะไปสู่ตลาดดังกล่าว แต่นักลงทุนก็ไม่ทราบว่าราคาเสนอซื้อนี้จะสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของหุ้น จึงก่อให้เกิดเกมแห่งการคาดเดาฐานะทางการเงินของบริษัทขึ้นซึ่งเกิดจากความไม่เชื่อมั่นของนักลงทุน และในหลายๆ ครั้งผู้บริหารจะเป็นผู้ชนะในเกมที่เกิดขึ้น ปรากฏการณ์ดังกล่าวเรียกว่า การเลือกสรรที่ได้ผลตรงกันข้าม นั่นเอง

ในบางครั้งความไม่สมมาตรของข้อมูลอาจเกิดขึ้นจากการที่บริษัทไม่ได้เปิดเผยข้อมูลโดยตรง แต่เป็นการส่งสัญญาณต่อตลาด โดยให้นักลงทุนนั้นตีความสัญญาณดังกล่าวเอง และสิ่งนี้ก็คือ กลเกมที่ผลักดันนักลงทุนไปสู่

6 ความสูญเสียของปัญหาความสัมพันธ์ของตัวแทนอาจจะปรากฏในรูปของการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ โดยอ่านรายละเอียดได้ในบทความเรื่อง “การสร้างทางการเงินและการลงทุน: เรื่องเก่าที่ถูกเล่าใหม่” วารสารบริหารธุรกิจ ฉบับที่ 88 ตุลาคม-ธันวาคม 2543 โดย ดร. นันทิกา ภาวนบุตร

7 ในบางครั้ง ความไม่สมมาตรของข้อมูล เกิดจากการที่บริษัทไม่ยอมเปิดเผยข้อมูลมากมายเกี่ยวกับอนาคตของบริษัทและโอกาสของธุรกิจ

การคาดเดาราคาหุ้นอีกเช่นกัน อาทิ การประกาศข่าวการลงทุนขยายธุรกิจ เมื่อนักลงทุนทราบสัญญาณดังกล่าว ก็จะตีความว่า ผลประกอบการของบริษัทในอนาคตจะดีขึ้น ก็จะเข้าซื้อหลักทรัพย์ของบริษัททำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น เป็นต้น

ด้วยเหตุนี้ กลเกมแห่งการคาดเดาจึงเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดการสร้างราคาหุ้นที่สูงเกินกว่ามูลค่าที่แท้จริง และนำไปสู่ผลประโยชน์ของบุคคลบางกลุ่มที่มองเห็นปัญหาที่เกิดขึ้น และนำมาสร้างเป็นโอกาสที่จะฉกฉวยประโยชน์เพื่อตนเองจากการเอาเปรียบนักลงทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนรายย่อยที่มักเดินรอยตามทางที่บุคคลเหล่านี้กำหนดไว้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรวิเคราะห์การลงทุนของตนเองอย่างละเอียดก่อนที่จะลงทุน

เครื่องมือในการแก้ไขการสร้างราคาหุ้น

เครื่องมือในการแก้ไขเรื่องดังกล่าวได้รับการพูดถึงเป็นระยะเวลายาวนาน นั่นคือ เรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) ซึ่งถือเป็นหัวใจสำคัญในการแก้ไขปัญหา แต่การปฏิบัติยังไม่ได้รับการตอบสนองเท่าที่ควร ด้วยเหตุนี้ หน่วยงานที่รับผิดชอบทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงหน่วยงานที่ปกป้องผู้ถือหุ้นอย่างคณะกรรมการตรวจสอบต้องสร้างธรรมาภิบาลให้เกิดขึ้นแก่บริษัทจดทะเบียนของไทย และลงโทษอย่างจริงจังต่อบริษัทที่ฝ่าฝืนเพราะถือว่าเป็นตัวการทำลายประสิทธิภาพของตลาดทุนของประเทศ

นอกจากนี้ การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินอย่างมีคุณภาพ ทั้งในเชิงปริมาณ ความน่าเชื่อถือ และความทันเวลาของข้อมูล จะอำนวยความสะดวกแก่นักลงทุน

และต่อบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลด้วย ซึ่งจะทำให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนได้อย่างเหมาะสมมากขึ้นเพราะจะทำให้ให้นักลงทุนมีข้อมูลที่ถูกต้องในการประเมินมูลค่าหุ้นที่แท้จริง และทำให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือมากขึ้นในสายตาของนักลงทุนและนักวิเคราะห์ และบริษัทควรสรรหาผู้บริหารที่มีชื่อเสียงและเป็นที่ยอมรับในสังคมมาเป็นผู้บริหารของบริษัท ซึ่งจะให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจว่าจะไม่มีกรณีบิดเบือนข้อมูลประกอบการหรือสร้างราคาหุ้นอย่างแน่นอน

ปัจจัยลบ

การสร้างราคาหุ้นโดยใช้การบิดเบือนตัวเลขผลประกอบการของบริษัท และใช้ประโยชน์จากความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน เป็นการฉวยโอกาสเอาประโยชน์ส่วนตนที่นักลงทุนยากจะทราบได้ ซึ่งการยกยอทรัพย์สินของบริษัท การทำกำไรสูงต่างราคาหุ้น หรือการหาประโยชน์จากการระดมทุนเพิ่มจากนักลงทุนที่ขาดข้อมูลที่แท้จริง สิ่งเหล่านี้ล้วนแล้วแต่เป็นการทำลายประสิทธิภาพของตลาดทุนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว อีกทั้งจะก่อให้เกิดความล้มเหลวของระบบการเงินที่พึ่งพิงตลาด (Market Base Financial System) ดังนั้นหน่วยงานที่รับผิดชอบโดยตรงควรดำเนินการอย่างจริงจังกับเหตุการณ์ต่างๆ เช่นนี้ ด้วยการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้น และส่งเสริมให้มีการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ รวมถึงสร้างความมั่นใจว่าหน่วยงานที่กำกับดูแลปกป้องนักลงทุนอย่างจริงจัง และการดำเนินการดังกล่าวจะสร้างความมั่นใจแก่นักลงทุนและสร้างตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพให้เกิดขึ้นในประเทศไทยได้ในไม่ช้า

■ บทความวิชาการ

การสร้างราคาหุ้น: กลไกแห่งตัวเลขและกลเกมแห่งการคาดเดา

บรรณานุกรม

Douglas R. Emery, John D. Finnerty, and John D. Stowe. 2004. **Corporate financial management**, 2nd edition, NJ: Pearson Practice Hall. 376-403.

www.economicexpert.com

www.trading-glossary.com

บริษัท หลักทรัพย์เอกอัคร จำกัด. 2534. **ลงทุนแบบมีออชัพ**. กรุงเทพมหานคร: บริษัท หลักทรัพย์เอกอัคร จำกัด. 157-163.

ปิยสวัสดิ์ อัมระนันทน์, 2546. ดัชนีตลาดหุ้นเพิ่มเร็วเกินไปหรือไม่. หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ 11 พ.ย.

พันทิศา ภาวบุตร, 2543. **โครงสร้างทางการเงินและการลงทุน: เรื่องเก่าที่ถูกเล่าใหม่**. วารสารบริหารธุรกิจ 88: 62-69.

เพชร ชุมทรัพย์, 2544. **หลักการลงทุน**, พิมพ์ครั้งที่ 12, กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

รังสรรค์ ธนะพรพันธุ์, 2547. **Parmalat**. นิตยสารผู้จัดการ กุมภาพันธุ์.

วิษณุ โซลิตกุล. 2545. **แมวอ้วน (ไม่) จับหนู**. หนังสือพิมพ์ บิสิเนสไทย 20 ส.ค.

วีรกร ตรีเศศ. 2547. **นักลงทุนรายใหญ่รังแกแมวอย่างไร?**.

มติชนรายสัปดาห์ 27 ส.ค.

วีรพงษ์ รามางกูร, 2546. **รัฐบาลกับตลาดหลักทรัพย์**.

หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ 1 ธ.ค.

ศุภวุฒิ สายเชื้อ, 2546. การระดมทุนกับการทิ้งหุ้น: มุมมองของเศรษฐศาสตร์. หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ 27 ม.ค.

สมคิด จาตุศรีพิทักษ์, 2537. **คิด...เชิงเศรษฐศาสตร์**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์ซีเอ็ดเคชั่น.

สมชาย สุภัทรกุล, 2544. คุณค่าของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน: ประโยชน์และการประเมินคุณภาพ. วารสารบริหารธุรกิจ 90: 11-26.

.2545. วิจัยทางบัญชีเพื่อศึกษาว่านักลงทุนใช้ประโยชน์จากข้อมูลบัญชีหรือไม่. วารสารบริหารธุรกิจ 95: 23-33.

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2542. ข้อเสนอแนะและข้อโต้แย้งของการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่: การวิเคราะห์เชิงทฤษฎี. วารสารบริหารธุรกิจ 84: 1-7

อดุลย์ จ้างกุล, 2547. การบริหารเชิงกลยุทธ์, พิมพ์ครั้งที่ 2, กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

อัมระนา ชันฉวี, 2546. กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย, พิมพ์ครั้งที่ 2, กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย